全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[美] 克里斯托弗·迈耶 Christopher W. Mayer 著　王汀汀 译

100 BAGGERS

如何找到100倍回报的股票

基于365只100倍股的研究结果

STOCKS THAT RETURN 100-TO-1 AND HOW TO FIND THEM



这里没有个人偶然成功的经验
只有人人可复制的股市成功秘籍


中国青年出版社 CHINA YOUTH PRESS


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

第一章　　　百倍股导论
第二章　　　人人都能成功——一些真实的故事
第三章　　　咖啡罐组合
第四章　　　关于百倍股的四项研究
第五章　　　过去50年中的百倍股
第六章　　　百倍股的关键因素
第七章　　　业主经营者：利益共享，风险共担
第八章　　　局外人：最好的CEO
第九章　　　18000倍股的秘密
第十章　　　战略大作战：下大赌注
第十一章　　　股票回购：加速回报实现
第十二章　　　将竞争者排除在外
第十三章　　　与百倍股有关的各种心理活动
第十四章　　　如果发生了下一次大萧条
第十五章　　　百倍股筛选：必要法则
附录　　　历史上的百倍股（1962—2014年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　　百倍股导论

这是一本介绍百倍股的专著。这些百倍股能让投资者的每1美元投资都增长到100美元。也就是说，如果你在这些股票上投入10000美元，最终将获得1000000美元的回报。在本书中，我将告诉你如何找到这些股票。

我知道，这听起来似乎是一个不太可能实现的目标，成功的概率很小，就像在一副牌中抓到同花顺一样困难。不久之前我也许会同意你的看法，但当我开始深入研究这些百倍股之后，我确实发现了这类股票的一些明显特征。

让我们来看看这本书能为你带来什么：

- 你能够了解百倍股的重要特征。上山的路就这么多条，本书将为你指示这些上山的路径。
- 你会明白为什么所有人都可以挑选出百倍股，这确实是人人适用的方法。你不需要拥有工商管理硕士学位，也不需要从金融专业毕业。你所需要的只是一些基本的金融概念。
- 我会与你分享一些工具和技巧，帮助你从股票和投资中获得更多收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 实际操作是本书的重点，因此我引用了很多真实的故事和市场传奇来论证书中的重要观点。

如果你想从股票中获得更多，那么你应该读一读这本书。即使你永远都找不到百倍股，这本书也会帮助你远离那些一无所成的“懒股”，成为一个大赢家。但如果你喜欢投资那些成长空间有限的公用事业类股票，那么这本书并不适合你。

这本书有助于改变你关于投资股票的思维方式，让你对问题的看法焕然一新。希望这本书能够让你更加积极地看待市场上的各种可能性。

在介绍如何寻找百倍股的细节之前，我将首先介绍这本专著的写作背景，以帮助读者理解本书的框架。

这本书的故事开始于2011年。那一年，我有幸读到了投资人查克·阿格拉（Chuck Akre）[1]在当年召开的一次研讨会上所做的演讲（阿格拉是一位伟大的投资人，我们会在本书最后一章再次谈到他）。他在那次会议上的演讲题目是“一部投资人的奥德赛：寻找卓越的投资”。

下面这段话摘录自其演讲内容：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1972年的时候，我读了《巴伦周刊》评论的一本书，就是托马斯·菲尔普斯（Thomas Phelps）所著的《股票市场中的百倍回报》。在他的书中，菲尔普斯分析了那些相对于最初购买价格成长达到100倍的股票。据我所知，菲尔普斯只是一位名不见经传的波士顿投资经理，但是他确实发现了一些东西，并在这本书中进行介绍。他的这本书确实帮助我更加关注资本复利增长的问题。你们都知道同样来自波士顿的彼得·林奇（Peter Lynch），他经常谈论10倍股。现在是菲尔普斯谈论100倍股，这有什么区别呢。菲尔普斯列举了很多例子，在这些案例中投资者都获得了100倍的投资回报。他还进一步总结了这些100倍股的特征。

我读过几乎所有的投资经典，甚至包括很多名气不太大的著述，但还从没听过这本书。所以我很快找来一本开始阅读。

这本书成为了我最喜欢的投资著作之一。 2011年12月，我在自己的专栏中写了下面这个故事，为读者介绍菲尔普斯，以及本书中会深入挖掘的一些投资观念。

每一个问题都是投资的机会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“如果能够预知答案，那么人们所遇到的每个问题都意味着投资的机会。”一位老绅士这样说，“如果没有小偷，谁还会装锁呢？”

我刚刚才知道这位鲜有人知但却富有投资智慧的杰出绅士，他的名字就是托马斯·菲尔普斯，一位事业有成的投资者。他曾担任《华尔街日报》华盛顿分部的总编、《巴伦周刊》编辑、某家经纪公司的合伙人、一家世界500强公司的研究部门负责人，斯卡德、史蒂文斯和克拉克公司（Scudder，Stevens & Clark）（后被德意志银行收购）的合伙人。在经历了42年的职业生涯后，菲尔普斯在美国南塔基特岛退休。

在其职业生涯中，菲尔普斯形成了一些投资思想。他完成了一项针对百倍股（就是那些让1美元的投资增长至100美元的股票）的惊人研究。菲尔普斯发掘了数以百计的此类股票，每年都会有不少这类股票出现，只要你找到并持有它们，就可以享受百倍收益。

这就是我们讨论的主要观点：重点不仅仅在于找到这些股票，更在于持有。菲尔普斯的策略简而言之就是“买对的股票，然后持有它们”。

菲尔普斯认为：“投资就像钓鱼。鱼饵之所以吸引鱼，是因为它们被装在旋转的吊钩上。”投资者就像鱼儿一样，紧紧盯住有上涨空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间的股票。他们往往对股票的正常波动失去耐心，频繁地进行交易但是却从来享受不到巨额的回报。

投资者们喜欢采取行动，这恰恰是华尔街存在的基石。媒体推波助澜，好像每天都有重要的事情发生一样。结果就是，每天都有数以亿计的股票易手。

但是投资者需要区分交易和结果。菲尔普斯的书中写道：“年幼时，我跟随父亲学做木工，父亲教导我，‘好的木工身边并不会有多少刨花’。”如我们所知，菲尔普斯正是一个充满传统智慧的人。

菲尔普斯认为，投资者仅凭借一个季度或年度的片面信息来决定股票的买入或卖出，投资分析师或是投资组合经理也会因为股票一年或两年内的疲软表现而放弃这只股票。

投资者应该聚焦于公司业务，而非市场价格。菲尔普斯列出了公司的一系列历史财务指标，如EPS、 ROE等，但是这些指标里面没有股价。在举例之后，菲尔普斯说：“一个投资者是否会仅仅基于这些数字就决定买入或卖出一只股票？我对此深表怀疑。”但事实上，如果他们依赖于这些指标做决策，他们确实会变得更富有。

这是菲尔普斯投资策略的核心，他不赞成卖掉好的公司。

他列举了一个朋友，卡尔·佩蒂特（Karl Pettit）的故事，卡尔·佩蒂特是一位实业家、发明家，也是一位投资者。许多年前，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖掉了自己持有的价值100万美元的IBM公司的股票以开创自己的经纪业务。这些股票现在价值20亿美元，远远超过他作为经纪商赚得的收益。

菲尔普斯还回顾了自己的亲身经验。他在1954年卖掉了自己持有的价值为7415美元的宝丽莱公司（Polaroid）股票以支付一位价格昂贵的医生的账单。他一直以此事为戒，提醒自己不要做荒唐事，因为这些股票现在价值843000美元。对于菲尔普斯来说，这的确是一次昂贵的求诊。

菲尔普斯也反对进行市场择时。他在职业生涯中曾多次预测熊市，但他说：“如果我不去正确预测熊市，而是把精力都放在寻找这些有百倍回报的股票上，我将比现在更加富有。”

因为自己的失误，他错过了许多入市的机会。菲尔普斯强调：“熊市会蒙蔽一个人的双眼。过分在意市场走势反而会错过入市的时机。”

“以剑为生的人终将会死在剑下。”他补充说，“当经验丰富的投资者不为市场中的股价波动而动心时，并不是因为他们不喜欢钱，而是历史和现实使他们确信，这不是持久的生财之道。”

菲尔普斯向我展示了如下的表格，表中列出了一家公司的股价实现100倍增长的年回报率和对应的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率	股价涨至100倍所需时间
14%	35年
16.6%	30年
20%	25年
26%	20年
36%	15年

可以看到，实现100倍回报需要很长的持有时间，尤其是在如今这样一个股票的平均持有期按月计算的时代。这才是重点。巨额财富来自于咬紧牙关坚定持有。

要实现100倍收益难度很大，需要长时间保持高收益率。比如，拖拉机供应公司（Tractor Supply）盈利每年增长23%，仅用12年就完成了增长百倍的目标。接着是怪兽饮料公司（Monster Beverage），这只股票只用了10年就完成了百倍目标，年增长率达到惊人的50%。

菲尔普斯建议，寻找新方法、新材料和新产品——投资那些能够提高生活质量，有助于解决问题，以及能够提供更好、更快、更廉价服务的产品。这也正是菲尔普斯先生的投资特点，他强调要投资那些能够为人类做出贡献的公司。这需要有长远的眼光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲尔普斯在书中写道："华尔街有句名言：环境和形势要比数据统计更有说服力。"仅仅关注公司公开的增长趋势、利润率和市盈率是不够的，投资者更应该关注这家公司在未来是否能够创造出更多的价值。

菲尔普斯强调他并不是要倡导投资者盲目地持有股票。"我建议选择对的股票，根据公司发展状况选择性持有，而非单纯买进就放在一边不管不顾。"

如果按此方法你无法获得百倍回报怎么办呢？菲尔普斯绝妙的投资方法重点其实在于，投资者应当关注收益的复合增长，而不是每天的股价波动。毕竟就算你只是找到了接近百倍的股票，也能够为退休之后的生活储备足够的基金。

有些人曾持有这类股票但并没有获得百倍收益，因为他们总想预测市场时机或是频繁买卖。有的时候，股票需要很长时间才会启动。菲尔普斯持有的很多股票都说明，即使一只股票长时间内不上涨（甚至下跌）仍然有机会成为百倍股。

"投资的一条基本规则是，如果不是情非得已，不要为了任何非投资因素而采取投资行动。" 这是菲尔普斯的建议。不要因为股价波动就买卖股票，也不要为了获得资本利得以弥补亏损而采取行动。只有确定自己之前的决策是错误时，才应该谨慎卖出。按照菲尔普斯的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观点，你可以认为卖出其实是在承认之前所犯的错误，你持有一只股票的期限越短，说明你购买时所犯下的错误越严重。

我非常认同菲尔普斯先生的理论。当然我也知道，执行起来难度很大，但有一些人确实做到了。菲尔普斯列举了他的一些老客户和老同事的例子，这些人都通过购买正确的股票并且持有它们而变得很富有。菲尔普斯先生希望自己年轻的时候就能有这样的洞察力和眼光。

现在我要讲述一些关于菲尔普斯先生的事情。

我其实并未与他谋面。他于1992年过世，享年90岁。关于他的每一处引用，并非来自于和他的对话，而是来自于1972年他出版的专著《股票市场中的百倍股：股票分析师教你如何获得更高收益》。

2011年，我以22美元的价格买到一本接近全新的二手书。这本几乎被人们遗忘的书应该被奉为经典。在股票上获得百倍回报听起来确实不可思议，但是不要被这种想法干扰。投资者应该集中思考这类回报如何产生，以及采取何种投资方式来获得百倍回报。只要紧紧盯着这个目标，就一定会提升投资的效果。

菲尔普斯在书中写道：“高尔夫球手击球、握杆方式的微小变动都可能增大获胜的概率；投资亦然，更注重买入持有或许可以使你的投资组合收益更高。在《爱丽丝梦游仙境》的故事中，你必须跑得越来越快，才能保持在原地不动。在股票市场上，有证据表明，一个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果买了正确的股票，就必须静静持有才能获得高额的回报。”这无疑是一个极好的建议。

我向大家推荐菲尔普斯的这本书，非常值得一读，而且书中还有大量精彩的观点、推理和有趣的故事。在很长一段时间里，这本书都已经绝版。但是在2015年1月，回音谷出版社（Echo Point）再版了这本书，现在你可以很容易地在亚马逊上买到它（顺便说一句，第五章我们将会看到，亚马逊本身就是一只百倍回报股）。

沿着菲尔普斯的道路前行

菲尔普斯的这本书研究了1932年到1971年期间的百倍回报股。当然，书中并没有囊括所有的百倍回报股，因为他可能排除了最小的股票（我怀疑他也没有足够的资源去识别每一只百倍回报股）。要获得一份确切的股票名单也比我们想象中的困难很多，度量收益本身就很复杂（例如，你是每年或每季度记录一次股价，还是每天、每小时看一次股价？不同的时间窗口会得到不同的结果，一些股票达到100倍回报后持续的时间很短暂）。

即便如此，菲尔普斯的书中也涵盖了365只股票。最近的百倍回报股开始于1967年，这只股票仅用了四年时间就完成了任务。但是这只股票1971年就终止交易了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我决定更新他的研究。

我开始和斯特林咨询公司（String Advisors）的斯蒂芬·琼斯（Stephen Jones）合作，创建从1962年起到2014年之间的百倍回报股数据库，我们假设股息用于再投资并且有选择性地剔除那些规模最小的股票。我们筛选的对象是那些市值大于5000万美元（按当前币值计算）的股票。这是一个浩大的工程。本书出版商为获取这些数据支付了超过5万美元的代价。

我的目标一直很简单：我想知道这些股票的共性，弄清楚这些高额的回报究竟是如何产生的，并且希望将这些知识在目前的市场上实践。

我所做的研究是菲尔普斯工作的更新。我想重申菲尔普斯的许多观点，我也相信我们会得到一些新的见解，毕竟我们目前的科技水平远高于菲尔普斯写书的时候。

最开始，我想就此研究写一本书，题目就是百倍股，并以此书向这方面的前辈菲尔普斯先生致敬。

现在，我们终于完成了。

人人适用的法则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我小的时候，我对什么是伟大的投资有着先入为主的理解。这是一份长期的工作，聚焦于基本面，并且在一定程度上是本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Dodd）那本极为著名的《证券分析》思想的延伸。这本书的理论体系培养出了沃伦·巴菲特（Warren Buffett）以及很多优秀的投资者。如果你没有继承这样的精英传统，那么你的投资方法很可能是错误的。

后来，我开始变得不那么教条主义。我承认，在市场中获利的方法有很多，就像你有一万种方法可以做好一个披萨饼。尽管如此，有了正确的食材，还要有好的方法才能烘焙出一份非常好吃的披萨。

在市场中，你能够发现各种各样疯狂的成功案例，比如那些有着“金融奇才”头衔的传奇交易员，包括吉姆·罗杰斯（Jim Rogers）、保罗·都铎（Paul Tudor）、迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt），还有那位古怪的舞者尼古拉斯·达瓦斯（Nicolas Darvas），他出版了一本名为《我是如何在股市中赚了200万美元》的书，从此一炮而红，一起走红的还有他独创的交易方法。这些我从来不感兴趣，原因有很多，最主要的原因是我认为这是一种畸形的获利手法。这些案例中投资者的收益都是巨大的，但是过程却不可复制，当然不可能人人适用。我花了很长时间，才让自己明白，股市中并非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人人都能利用这些金融奇才的智慧获得收益，更可能的是，跟随这样的投资理念，终将导致巨额的损失。

但是，这就是菲尔普斯先生的过人之处。在下一章你就会明白，任何人都能投资百倍回报股，很多人已经做到了。每个人都能找到它们，或者发现相似的高回报股。毕竟没有人会因为自己只投资了50倍回报股或10倍回报股而不断抱怨。可惜的是，大多数投资者在几年内获得双倍的收益就已经大喜过望了。

研究这些成功的案例和百倍股背后的规则有利于我们去发掘包括百倍股在内的高回报股。在深入探讨本书的重点之前，我想谈谈本书的研究内容。

研究成果：365只投资获利百倍的股票

我们的研究也是365只股票（巧合的是，虽然是不同的时期，但我们找到的股票数量和菲尔普斯发现的一样）。这是我们建成数据库后六个月内找到的主要股票。

我想先谈一下本研究想做的事情，以及不想做的事情。

像这样的研究也会有致命的局限性。一方面，我只考虑了这些极端成功的样本。这有事后诸葛亮的嫌疑，因为这些成功在现在看来是显而易见的。另一方面，这也存在生存偏差，因为或许在某一时点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他的一些公司和这些百倍回报股公司看起来很相似，但是却没能获得百倍回报。我认识到这些问题的存在，但是很难纠正。

有一位统计学家，同时也是我时事通讯的读者，他很慷慨地为我提供帮助。我与他分享了我的百倍回报股数据。他很吃惊，在给我的邮件中，他用一则小故事向我表达了他的担忧：

> 这么说吧，假设我很想知道篮球运动员为什么这么高。所以我从NBA球队的首发阵容中提取了DNA和血样进行研究。但是这里漏掉了一个重要的东西，那就是所有没那么高的人。

当然，这在一定程度上是正确的。我只关注百倍回报股，而不是那些没有达到百倍收益的股票。然而，在这本书中我要展示的并不是一系列的统计推论，而是一系列可以用于鉴别高倍回报股票的方法。如果你看过迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）的《点球成金》这部着眼于优秀棒球运动员背后规则的电影，你就会明白这是一种有价值的尝试。

我将和你们分享的这些原则在逻辑上是完全正确的，没有它们你就无法找到百倍回报股。看完本书你就会明白。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在基于数据分析得出结论时，需要非常小心。可以说，我是遵循着菲尔普斯原著精神完成了本书的研究。他的书更多的是轶事而非实证，整本书构建在常识和一些基本的概念之上。（这使我想起了另一本重要的专著，威廉·桑代克（William Thorndike）的《商界局外人》，后面我们会提到这本书。）

我认为本研究具有广泛的实用性。但这并不意味着这就是一个科学的或是统计的研究。相较于科学，投资更偏向于是一门艺术。如果投资就是统计，那么最好的投资人一定是统计学家。事实上则不然。

我们追寻的是眼界和智慧，而非硬性的法律和证据。

让我们开始吧。

[1] 查克·阿格拉是阿格拉资本管理公司（ACM）的创始人，从1968年起从事证券投资行业。1989年，他成立了阿格拉资本管理公司。 1996年12月，他成为FBR公司小盘基金经理，并一直管理该基金至2009年8月。在此期间，该基金年均回报率高达12.5%，而同一时期小盘高成长型股票指数——罗素2000成长指数（Russell 2000 Growth index）年均回报率只有2.5%，小盘股指数——罗素2000指数（Russell 2000 index）年均回报率仅为5.49%。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　　人人都能成功——一些真实的故事

由于在股票中投资一万美元数年以后收获百万美元的故事听起来完全像魔法故事，因此菲尔普斯特别强调为什么投资百倍股是一件人人都能完成的工作。他在书中列举了很多成功者的故事。

我自己也有不少这类例子。

当我刚刚开始写作这本书的时候，我收到了很多投资过百倍股的读者来信，告诉我他们自己的故事。我之所以早早地跟大家分享这些例子是为了确立本书的一个基本观点：普通人也能成功，而不必拥有工商管理硕士学位或是在对冲基金工作。同时你也会发现，这些投资经历中人们总结的经验教训正是这本书所要强调的。

其中一封邮件内容如下：

> “作为一个有着30年经验的活跃投资者和交易者，我认为这一套寻找百倍回报股的方法和理论应当贯穿于每一位投资人的投资生涯。要是一个年轻人能得到恰当的指导，就可以按照这一套理论进行投资……如果在我开始投资的时候就明白这些道理，那我不仅会变得更加富有，这些年的生活质量也会得到极大改善。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我曾经破产，也经历过许多灾难。曾经有无数个日夜，我目不转睛地盯着电脑屏幕，只为时刻监控自己的仓位和交易。但其实在我的整个投资和投机生涯中，真正的财富来源都是长期投资。

基于我自己投资中的体会，我对那些致力于投资的年轻人的建议就是，要深入研究市场，投资于那些长期内能够远远跑赢其他企业的公司或行业，只要投资该企业的理由未发生变化，就一定要坚决持有。切忌频繁交易，省下盯市的时间好好陪伴家人。

看起来如此简单，但是很少有人能够做到。

下面这个例子可以证实我的观点。在1992年1月，我阅读了巴伦圆桌会议的报告，菲力克斯• 祖劳弗（Felix Zulauf）推荐投资萨斯喀彻温省钾肥（POT），认为这只股票是分享中国经济增长的好方法。我认同他的观点。这只股票确实表现得非常好，于是我以2美元一股的价格买入，持有3年，获得了4到5倍的收益。我对于自己还不错的市场敏感度非常满意。这只股票后来逐渐停止上涨，我厌倦了等待，终于在1996年将其抛售。请读者注意，我最初投资该股票的前提并没有发生变化，只是我自己忍不住要采取行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我能持有到2007年的大牛市，那么我就找到了属于自己的百倍回报股。如果有人能更早地购买这只股票，那么它会实现200倍的回报。

这一经历的教训就是，坚持自己原有的想法并且长期持有。所以，我相信你的研究项目一定会达到很高的成就。在经过充分的调查和确认之后，就需要摒弃传统思路，集中投资于看准的股票，然后长期持有。”

这是一个很好的例子，尽管这个人花费了很长时间才明白这个道理。他谈到了很多本书中的重要观点。我要让我16岁的儿子和13岁的女儿读一读，这样他们就会知道不是只有他们的老爸在谈论这些东西。

这是另外一封信：

“在我很小的时候，爸爸经常抱怨祖母，因为祖母总是唠叨自己有白内障，看不清东西。他说，她在翻看《华尔街日报》，查看埃索石油公司（Esso）股票股价的时候看起来并没有任何问题。这差不多是1971年的往事了，但是我的记忆非常深刻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果有人觉得百倍回报这个目标太过远大，那么先假设自己只是一个刚刚开始投资埃克森美孚（Exxon Mobil）的孩子。你不必是投资天才或者选股高手。你只需要买已经存在了100多年，世界最大石油公司的股票。就这样持有，然后在一生中不断地累积。因为该公司的资产负债表非常稳健，所以价格不会出现巨幅震荡。那么， 1971年埃索公司1美元的股票如今价值几何呢？据我的计算，现在应该价值为418美元，除此以外还可以获得这么多年丰厚的股利回报。

是不是很奇妙？每个人都可能经历过这样的故事。这些故事实在是太有趣了，我再分享一个故事。

1969年、 1970年左右，在西雅图城区的一张广告牌上写着：‘最后一个人会关灯吗？’那个时候，我的一个朋友刚刚卖掉了西雅图的一间公寓，税后净赚10万美元。他认为，波音公司的经营状况不可能更糟糕了，所以他以9.5美元一股的价格购买了10000股。在这之后的十年，他几乎每年都能获得95000美元的股利分红。算上所有的股利，波音公司股票的回报率已经超过100倍了。我相信到现在他都没有抛售这只股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重点在于你要能够沉得住气。想想为什么在1970年人们会抛售波音的股票，那是因为通货膨胀、战争、利率恐慌、经济担忧。不管什么时候都会有一大堆的理由让你卖股票。但是如果你选对股票了，持有股票将会带来更大的收益。

这使我想起了杰出投资家克里斯·米特曼（Chris Mittleman）的亲身经历，他在一封致股东的信中提及此事。《价值投资者洞察》杂志摘录了这封信。请仔细品读：

“想象一下，如果你的朋友在1972年将你介绍给沃伦·巴菲特，并且告诉你，在过去的十年中他和巴菲特先生合作投资获利丰厚，你也应该和他一起做投资。所以你调查了一下沃伦·巴菲特，发现他的投资公司，伯克希尔·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）确实表现非凡，股价从1962年的8美元一股上涨到1972年的80美元一股。你深受鼓舞，在1972年12月31日以80美元的价格购买了伯克希尔公司的股票。三年后，在1975年12月31日，股价下跌53%，只有38美元了，而同期的标准普尔500指数只下降了14%。你或许会心怀懊恼地抛掉股票并且再也不跟你的朋友往来了。然而在1976年，股价从38美元竟上涨到了94美元。到1982年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12月31日股价飙升至775美元，而今天，已经达到了223651美元——相当于过去42年中年复利回报率的20.8%。”

我可能会把上面这段话打印出来，并且装在镜框里。

所以说，任何人都能做到这件事。你需要学习的是，如何购买正确的股票并且持有它们。后者听起来很容易，但是操作起来却很困难。在下一章我会为你提供一种持有股票的方法。在这之后我们将继续探讨如何购买正确的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　　咖啡罐组合

“你听说过咖啡罐组合吗？”

有一次我和普雷斯顿·阿塞（Preston Athey）吃饭的时候，他问我这个问题。普雷斯顿是普信集团（T. Rowe Price）小盘价值基金的优秀基金管理人。

我确实听说过，我感到他略微有些惊奇，因为这个理论刚问世时我只有12岁，并且到现在依然不是主流。但是我知道关于这个理论的全部内容，因为任何一个痴迷金融的人都会牢牢记住这样一个经典的投资理论。

下面我就向各位介绍经典的咖啡罐组合理论。这有助于读者更好地了解百倍股，能够帮助你坚定地持有股票。

咖啡罐组合的观点源于罗伯特·柯比（Robert Kirby），他当时正担任全球最大投资管理公司之一的美国资本集团（Capital Group）的组合投资经理。 1984年秋天，他首次在《投资组合管理》杂志上发表了关于咖啡罐观点的文章。“咖啡罐组合的概念起源于古老的西部，人们将自己的重要财物放在咖啡罐里，然后藏在床垫下面。最终结果是否成功，取决于你个人的智慧和远见，选择要将什么东西放在罐子里。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该种观点很简单：尽你所能找到最优的股票，然后持有十年。这一组合完全没有风险，而且易于管理。其最大的好处（尽管比较微妙甚至难以理解）在于它可以帮助你避免糟糕的直觉误导。柯比在文章中详细介绍了他总结出这一观点的过程。

“我最初想到咖啡罐理论是在20世纪50年代。”那个时候柯比正在一家大型投资咨询公司工作。他有一位合作超过十年的客户。这位客户的丈夫意外丧生，她继承了他的股票组合，并且雇用柯比来帮忙管理这些组合。柯比在查看组合后，提出：

> “我发现了一件很有意思的事情，这位客户的丈夫偷偷地按照我们给他妻子的推荐意见操作自己的股票账户。而账户资产规模让我大吃一惊。她丈夫对我们的建议做了一点小小的调整：他完全不顾我们对股票给出的出售建议。他把我们推荐的每一只股票都投资了大约5000美元，然后就将操作凭证扔进保险箱再也不管它们了。”

神奇的事情发生了。这种操作确实带来了一些损失，一部分表现不佳的股票价值下跌，只剩下2000美元左右，但这只占很少的比例。另外一些股票最终的价值超过了100000美元。更让人惊讶的地方在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于：他有一只价值800000美元的重仓股，单这一只股票的价值就超过了他妻子的全部组合价值。“这只股票是海洛依德（Haloid），后来成为规模巨大的施乐公司。”

这个故事非常鼓舞人，因为它标志着懒人的胜利。它清楚地表明咖啡罐组合正是帮助你免受自己的困扰，不用再盯着股价不放，不用再热衷于买卖操作，也不用预测经济走势或是在意那些坏消息。它会强迫你延长投资期限。如果你认为一个东西不值得持有10年时间，那么你肯定不会把它放进咖啡罐。

可怜的柯比一直勤奋地管理着这位女士的股票组合，跟踪公司的收益报告，减持部分股票，或是增加新的头寸。如果他遵循懒人的信条，坚持自己的最初选择，他会获得更高的收益。

为什么大家都不选择持有呢？

菲尔普斯在书中写道，投资者只是基于季度盈利或年度盈利而非公司的业务发展来评价股票的表现。他举了一个例子（还有很多类似的情况），辉瑞公司（Pfizer）的股票价格从1946年到1949年一直在下跌，然后相似的状况在1951年到1956年又发生了。“过分关注股票表现的客户多半会对于建议他们持续持有这些股票的投资顾问满腹牢骚”，但是那些从1942年开始坚持持有辉瑞到1972年的人获得了141倍的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲尔普斯通过这个例子说明，如果你只看辉瑞公司的财务指标，将新闻、股票市场、经济预测以及其他乱七八糟的消息通通忽略，你是决不会卖掉辉瑞股票的。辉瑞公司自始至终都是盈利的，有良好的净资产回报率，盈利水平也逐年攀升。

辉瑞就是一只非常好的咖啡罐股票。

咖啡罐组合：一个极端的例子

没有什么比举一个好的例子更让人烦恼的了。

——马克·吐温 《傻瓜威尔逊》

举一个最极端的例子，想象你持有一只股票80年。

有一只基金让咖啡罐组合也相形见绌，那就是沃亚企业领导人信托基金（Voya Corporate Leaders Trust Fund）。这家基金是罗斯·科伯（Ross Kerber）为路透社撰写的一篇文章中的主角。文章标题为“80年不变的投资基金”。

我知道你们对于持有股票80年没有兴趣。我也没有兴趣。事实上，十年就够了。但是这并不意味着这个故事没有可取之处。

科伯这样写道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“沃亚企业领导人信托基金目前隶属于沃亚金融集团旗下，该基金在1935年购买了30只等权重的美股，并且从那以后再没有买入过一只新股票。”

事实上他们在创建组合后便将其抛之脑后了。

有趣之处在于这一投资组合的故事。这只基金现在依然持有当时的一些股票，包括：杜邦公司（DuPont），通用电气（General Electric），宝洁公司（Proctor & Gamble）以及联合太平洋公司（Union Pacific）。

也有一些来自并购或拆分的股票。比如，通过持有艾奇逊公司（Atchison）、托皮卡（Topeka）和圣达菲铁路（Santa Fe Railway）的股票获得伯克希尔·哈撒韦公司的股份，这样的例子还包括通过投资西屋电气公司（Westinghouse Electric）而持有哥伦比亚广播公司（CBS）股票，通过投资联合化学公司（Allied Chemical）而持有霍尼韦尔公司（Honeywell）股票。

因为1935年投资的伍尔沃斯公司（F. W. Woolworth）清算，该基金还持有富乐客（Foot Locker）的股份。由于投资了洛克菲勒标准石油（Rockefeller’s Standard Oil），该基金又持有了埃克森美孚和雪佛龙（Chevron）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金的投资组合中目前剩下21只股票，其中包括一些后来一飞冲天的股票，比如美国罐头公司（American Can）和宾夕法尼亚铁路公司（Pennsylvania Railroad Co.）。

值得一提的是，这只基金在过去的5到10年战胜了98%的竞争者。科伯写道：

> “据晨星机构报道，在过去的5年，截至2015年2月24日，该基金每年的平均回报率为17.32%，比标准普尔500指数高1.03%；在过去的10年中，该基金的年均回报率为9.4%，超过标准普尔500指数1.32%。”

事实上，该基金已经领跑标准普尔500指数40年了，官网上并未向前追溯它的表现，但我对于该基金刚起步时的表现很感兴趣。

这是一只低成本的基金，佣金只有52个基点（0.52%），大部分的基金管理费用是它的3倍。因为换手率比较低，所以资本利得税也很低（但是基金还是需要通过买卖操作来应对赎回要求或是投资新认购的资金）。

总而言之，这个不同寻常的小故事告诉我们，当你基于理性的投资策略谨慎地选择了股票之后，就应当坚定地持有投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该基金最初的投资者是美国企业领袖集团。现在几经易手，归属沃亚金融集团。最初，这只基金只有一条简单的法则，在介绍该基金历史的手册上可以找到这句话：

> “基金的创立者在1935年购买等额的30只龙头公司的股票并且保证它们永远不会被卖掉。唯一的例外是：这些公司破产、兼并或者被拆分。”

你会发现目前的市场上没有基金采取这样的操作方法。但是回顾对冲基金的早期发展，大部分的基金操作都是如此。

美国第一只，也是世界第一只开放式共同基金是1924年发起的马萨诸塞投资信托基金（Massachusetts Investors Trust）。（备注：开放式意味着你可以以与单位基金净值一致的价格来买卖基金份额。在马萨诸塞投资信托基金创立之前，所有的基金都是封闭式的。这时，基金的价格不一定与组合的内在价值相匹配。由于信息披露严重不足，很容易想象，基金的管理者通常会为了一己私利而操纵基金。）

马萨诸塞投资信托基金是阳光下出现的新事物。它宣告了透明和公平。它许诺小投资者低成本但是专业的管理。它聚焦高股利股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采取敏感且保守的投资策略。马萨诸塞投资信托基金不会频繁交易这些股票，基金的目标在于购买并且持有股票。

已故的哥伦比亚大学著名教授路易斯·洛温斯坦（Louis Lowenstein）曾指出：

> “这种提供给小投资者的透明度和灵活性，安全性和放心的感觉，使得马萨诸塞投资信托基金成为美国人参与金融的独特方式。好点子通常起源于简单的事物：正是这种简单的概念使得该基金最终获得成功。这棒极了。”

洛温斯坦在他的著作《投资者困境》（The Investor’s Dilemma）中讲述了这个故事。这本书也是我强烈建议对共同基金投资感兴趣的投资者阅读的。[关于公司理财我有非常喜欢的两本书，它们都是出自洛温斯坦教授之手——《公司财务的理性与非理性》（Sense & Nonsense in Corporate Finance）和《华尔街错在哪里》（What’s Wrong with Wall Street）。]

与沃亚金融集团的做法相同，马萨诸塞投资信托基金也是长期持有股票。截至1949年，平均持有期是27年（这是基于基金的换手率计算的持有期，事实上， 1949年这只基金还没到27岁）。这会吸引志同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道合的投资者。每年的赎回率低于3%。基金管理费只有40个基点。到1960年，管理费降至19个基点。

但是与沃亚金融集团不同的是，这只基金的结局并不好。马萨诸塞投资信托基金的故事也印证了一句老话：华尔街经常好心办坏事。华尔街很快就使得这一简单但是绝妙的开放式基金的点子变质，把它变成了另一种赚钱机器。

从华尔街的角度来看，这只基金的问题在于除了基金投资者，没有人可以通过它获利。所以，在1969年，有人建议基金持有者采取外包管理。在这之前，马萨诸塞投资信托基金实行自我管理。这就是它没落的开始。

自从有了外部的管理人员之后，管理费开始上涨。到了1969年，管理费上涨了36倍，但是资产只上涨了7倍。管理人的操作显得很激进，交易也变得频繁起来。基金净值开始令人失望地下跌。到2004年，黑石集团（Blackrock）接手马萨诸塞投资信托基金并且将它与旗下的其他基金合并。至此，马萨诸塞投资信托基金不复存在。

现如今常见的基金管理费用都很高，交易过于频繁，业绩严重落后于市场。洛温斯坦在书中写道，每只基金平均持有160只股票并且每年都在改变股票的种类。这不是投资。但是华尔街确实在赚钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些管理者不希望只是持有精心选择的股票，他们想收取管理费并且总是想要卖掉组合中的股票。

我们要再次回到沃亚基金。马萨诸塞投资信托基金的故事使得沃亚基金看起来更加不可置信，因为它维持最初的投资方式一直到今天。这是一只特殊的基金，注定留名于美国历史之中。

你或许不会持有一只股票达80年之久。甚至按照我的咖啡罐理论持有10年对你来说时间也太长了。

但是在你的生命中，总会有一些年轻人，你可以与他们分享关于长期投资的智慧。把咖啡罐理论告诉他们，把沃亚基金的故事告诉他们，让他们对华尔街的伎俩心中有数。

关于这些极端的持有期，有一位读者在给我的信中写道：

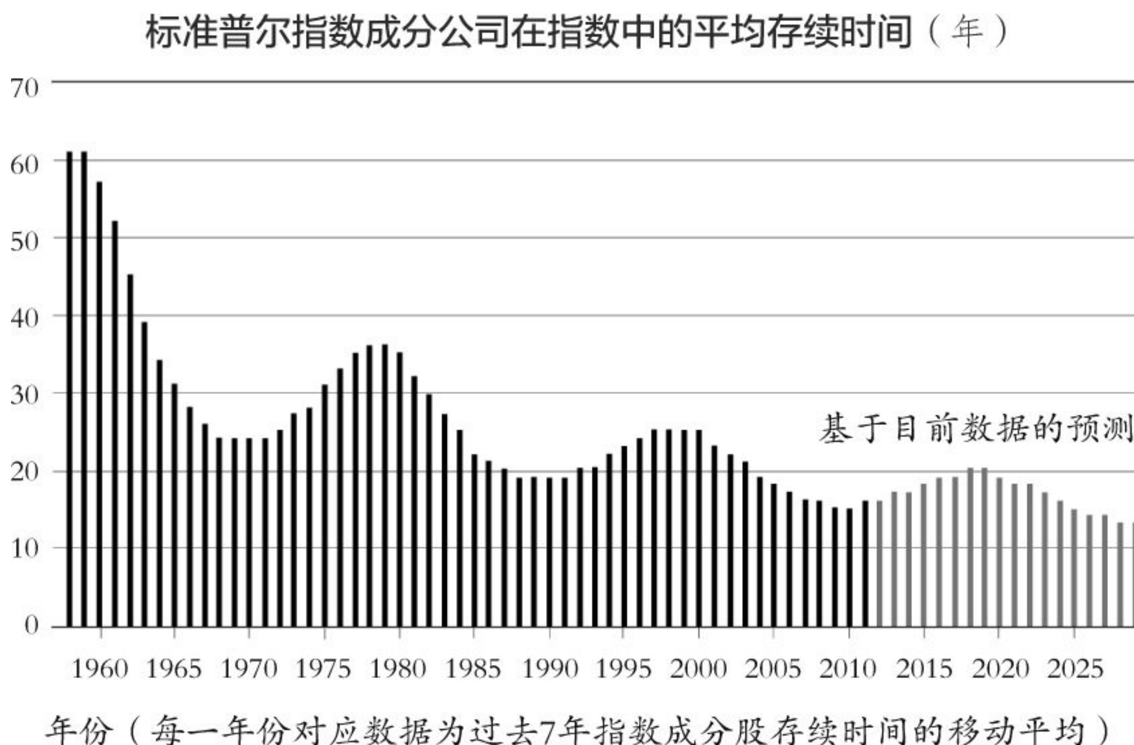
“我认为，如果我想给我的子孙留下遗产，咖啡罐是一个非常好的方法。我已经66岁了， 35年的投资看起来并不是一个聪明的做法（我知道在你看来咖啡罐只需要10年，但是这个理论告诉我们似乎你持有的时间越长，你的回报越丰厚）。这只基金在1935年时投资了一篮子股票，并且再也没有进行过操作，这引起了我的兴趣。我不确定现在的人能做到这一点，但是这确实是一种避免投资受到个人因素干扰的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的问题是：如何选择在咖啡罐中存放35年的股票呢？你提供的那些表现最好的公司名单上，大部分的年度回报率都达到25%甚至更高。如果我在1970年选择长期投资，我猜我会投资诸如希尔斯（Sears）、通用电气、美国钢铁（US Steel）、西屋电气、埃克森等这类道琼斯成分股票。像通用电气和埃克森这样的公司是可以投资的，但是类似沃尔玛、苹果、微软这一类的公司我肯定不会投资。如果我们买入诸如巴菲特这样聪明投资者的公司股票，是不是能获得更高收益呢？然而问题是，现在的这些聪明人在35年之后估计就不剩几个了。”

这个问题很难回答，尤其是在当前更难回答，因为世界变化非常迅速。以个股在标准普尔500指数中持续存在的平均时间为例，现在是不到20年（如下图所示）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在1958年，标准普尔500指数成分公司在指数中的平均存续时间长达61年。这是一个天翻地覆的变化。创新洞察管理顾问公司（Innosight）预测，按照目前的变动速度，到2027年，标准普尔指数中75%的股票都会被替换。被剔除出标准普尔500指数并不意味着公司的消失。除了出现股权收购，标准普尔也会在公司陷入困境时将该股剔出指数，比如，电路城（Circuit City）、纽约时报（the New York Times）、科达（Kodak）、贝尔斯登（Bear Stearns）。如果公司市值缩水严重（当然，这只是经营不善的另一种说法），标准普尔公司也会将其剔出指数（但如果不考虑被收购的公司，被剔除出指数的股票往往在头一年表现会超越市场）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面这张表也可以支持上述观点，表中是2013年美国各个行业公司的平均资产寿命。

行业	资产寿命（年）
信息技术	6.6
医疗保健	11.4
非必需消费品	12.4
日常消费用品	15.1
工业	15.4
电信服务	16.1
能源	17.6
材料	18.6
公用事业	29.4

这张表来自于迈克尔·莫布森（Michael Mauboussin） 2014年发表的文章《长期视角下的短期化倾向》。莫布森是一位投资策略家，出版了多部广受好评的专著以及一系列的调查报告。他写道：“美国公司的平均资产寿命正在缩短。”越来越多的公司所处行业的平均资产寿命都在缩短。莫布森总结道：“更短的资产寿命意味

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着投资经理只能基于更短的投资周期做出决策，这是现实经济的真实写照。很多技术类公司的管理者无法像公用事业行业的公司一样规划数十年的投资，因为变化速度实在太快了。”

所以， 35年的投资周期或许太长。这就与百倍回报的理念存在些许矛盾，即长期持有和随时间推移可能会发生的破坏性因素之间的矛盾。没有什么是永恒的。

在接下来的章节中我们会看到应该关注什么样的公司。但是我们关于咖啡罐理论的介绍其实还未结束。

实现百倍回报的最大障碍

我之所以在本书开始时用如此多的篇幅向你们展示长期投资的能量，是因为它真的非常重要。在股票中收获百倍收益，哪怕仅仅是获得三倍收益，最大的障碍在于你承受股价波动并且坚定持有的能力。

咖啡罐理论就是一个简单的方法，劝告自己不要去理会那些扰乱人心的波动。

我确定你们肯定在市场中遭遇过剧烈的波动，这时候你会产生强烈的追涨杀跌的冲动。我们就像那个著名的实验中的小孩子一样，就算失去五分钟后更多的奖励，也要现在吃下手中的棉花糖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就算是最好的投资者也曾有过沉不住气的时候。最好的例子是沃伦·巴菲特。我的一位读者，同时也是我的好朋友，告诉了我这样一个来自巴菲特1995年致股东信中的故事：

> “1966年我开始对迪士尼感兴趣，那个时候迪士尼的市值还不到9000万美元，虽然这个公司税前利润是2100万美元，手中拥有的现金足以覆盖公司的债务。在迪士尼乐园，价值1700万美元的加勒比海盗船马上就要营业了。你能想象我有多激动，这家公司只是海盗船价格的五倍。
>
> 基于上述令人震惊的分析结果，巴菲特的有限合伙公司按照拆股调整后31美分每股的价格购买了大量的迪士尼股票。迪士尼股票现在66美元一股，可以说这是一个绝妙的投资。但是我当时轻信了迪士尼股票将要退市的消息，在1967年以48美分的价格抛出了这些股票。”

尽管巴菲特获得了55%的收益，但是这仍然是一次代价高昂的交易。

这不仅是因为我们不够耐心，还因为交易从来都没有那么简单。这让我想起2012年米尔米坎投资公司（Myrmikan Capital）的基金经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理丹·奥利弗（Dan Oliver）的故事。他指出，苹果的股票从1980年上市到2012年上涨了225倍。

但是，在这32年间，苹果的股价经历了过山车般的波动，曾经两次下跌80%。 2008年的金融危机使得苹果股价下降60%，此后还有多次40%的下跌。很多最终赚大钱的人都曾经历过类似的巨额亏损。

《华盛顿邮报》的专栏作家巴里·里萨兹（Barry Ritholtz）有更多此类例子。网飞公司（Netflix）从2002至今已经有了60倍的回报，曾经四次在一天之内股价下跌25%，最糟糕的一天下跌了41%，并且有一次连续4个月的下跌，跌幅累计达到80%。

当然，你不能只是简单地持有这些公司的股票。很多大赢家最后都破产了。里萨兹举了几个例子：雷曼兄弟（Lehman Brothers），世界通讯公司（WorldCom），朗讯科技（Lucent）以及捷迪讯光电公司（JDS Uniphase）。我相信还有更多的这类例子。

所以，要想实现高回报，需要有耐心，需要聪明的选择，也需要一些运气。（那些自始至终持有苹果股票的人无从得知苹果公司未来会推出iPod， iPhone或者是iPad，苹果公司早期并没有这些产品。）

这里我们就可以谈到咖啡罐理论了。你不需要把所有的钱都放在咖啡罐组合中，你只需要拿出十年内你不会用到的那一部分资金。我敢说最终的结果一定比你频繁交易来得丰厚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

咖啡罐的启示

你可能觉得咖啡罐组合取决于乐观的预期，就像沃伦·巴菲特在2015年致股东的信中所写的那样。

事实并非如此。就算你认为世界是灰暗的，我仍然建议你构造一个咖啡罐组合。下面我会解释原因。

但是首先，还是需要一点巴菲特先生的乐观精神。

我阅读了他写给股东的信，我也看了很多评论。其中一则有趣的评论来自SNL金融杂志的专栏作家艾达·李（Ada Lee）。她如是说道：

> “这封信最明显的漏洞和去年一样；巴菲特已经习惯于渲染美国的光明前景，这种方式看起来更像是不可一世的自我麻痹，这恰恰是这种美好前景下潜藏的巨大风险。”

在信中，巴菲特一直坚信美国梦越来越近。确实，没有任何一个反对美国的人士在过去的238年中获益。

针对这一点，李女士的回答非常精彩：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> “确实没有人。不幸的是，这一判断一定会有终结的那一天。人们会用这种论断形容伯罗奔尼萨战争之前的雅典，奥古斯都统治下的罗马，甚至是1980年以前的苏联。但在这些事件之后，所有反对这些国家的人都获益无穷。”

所以，思考一下这种可能：未来可能没有那么繁荣。这些过去的灾难能给我们储藏财富带来什么启发呢？

很多人都试图回答这个问题。我脑海中浮现的第一个人是已经过世的巴顿·比格斯（Barton Biggs）。他在摩根斯坦利做了很长时间的策略分析师，继而成为对冲基金的管理者和畅销书作者（《对冲基金风云录》是他最好，也是最值得阅读的一本书）。

但是比格斯在一定程度上是一个灾难论者。那一段发生巨额财富毁灭的历史（也就是在天启四骑士失去控制的那段时间）让比格斯异常震惊。他很担心这种灾难再次发生。他也提出了这个永恒的问题：如何在四骑士失去控制的时候保存自己的财富？

这是长期困扰他的许多问题中的一个。另一个问题是，股票市场究竟是有着智慧的判断还是仅体现了“愚蠢大众的共识”。

他在专著《财富，战争和智慧》（Wealth, War and Wisdom）中基于第二次世界大战的视角回答了这些问题。研究历史是他的一大爱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好。

关于民众的智慧，比格斯发现，股票市场总是在历史转折点展现出令人惊讶的精准的反应。就像那句老话所说，纽交所是世界大事的晴雨表。

他分析了原因。

- “1940年大英战争前夕，英国股票市场跌至谷底”；
- “1942年5月底中途岛战役，美国证券市场急转直下”；
- “1941年12月初，就在德国先遣队袭击俄罗斯之前，德国股票市场升到了高点。”

比格斯认为，这是第二次世界大战带来的有里程碑意义的变化。虽然在那个时候，大家都意识不到股票市场的巨大作用。

我必须承认，这些反应真的很惊人。市场表现与预期相左时，你很容易认为市场很疯狂，但是比格斯认为市场的总体评价比我们想象中的更为机智。无论如何，这与我的第二个问题有所关联。

第二个问题解决了如何在乱世中保全财富。比格斯调查了很多第二次世界大战时期的大屠杀以期找到答案。你会发现他的书中有很多诸如“霍乱时期如何保全财富”、“在波兰掠夺的土地”、“在匈牙利没收的财产”、“捷克斯洛伐克被窃的珍宝”以及“红军的烧杀抢掠”之类的标题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即便如此，灾难论的忠实信徒比格斯依然建议将75%的财富投入股票之中。

有一部分原因是他对于灾难史的研究证明，投资于股票通常是一段时间内保持购买力的最佳方式，即便是在德国最黑暗的时期。还有一部分原因在于他明白财富增长的最佳方式在于持有。人总想成为财富拥有者。

如果你持有股票，相当于你手中持有一部分的实体经济，真实的人，真实的财产，真实的利润。长期来看，拥有财产是抵抗灾难最佳的方法。

剩下25%的财富要如何处理呢？

比格斯建议财富的小部分应该投资于牧场或是家庭农场。他主张人们应该有一个安全的避难所，储备好种子、肥料、罐装食品、酒、药品、衣物等生产生活必需品。

这些生活必需品不是我要强调的内容。我只是想表明，如果真发生了经济崩溃，你的投资组合应该能使你安定下来。在像第二次世界大战这样的灾难中，股票是你的最佳投资。

现在让我们回过头来想想咖啡罐理论，思考一下对于灾难论者来说，咖啡罐可以带来什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，你的咖啡罐中不一定要包含股票。如果你愿意的话，你可以把咖啡罐装满黄金。虽然我不会这么做，我想表达的是咖啡罐理论并不是像巴菲特的伟大美国之类的理论。你可以在咖啡罐中放任何你想放的东西。

咖啡罐理论的真谛在于，这是防止自我干扰的一种方法，可以让你不受情绪和波动的影响，避免在错误的时机交易股票。市场的景气与否都不影响你的交易。

如果你看空市场，又不想用咖啡罐理论，基本上可以认为你相信接下来十年内一系列的短期投资比长时间持有更有效。这其实不太可能，事实上几乎所有的研究都表明，操作越多，收益越低。

换一个角度来说，咖啡罐背后隐藏的道理是未来一系列的短期投资决策不如当前的一个投资决策。事实可能并非如此，但是这与你认为未来十年世界繁荣与否是不相干的。

如果在未来十年中，世界经济全面倒退，这会影响所有的投资策略。不能简单地说，“我认为美国会成为下一个阿根廷，所以我不会使用咖啡罐理论”，这句话中的前提并不能得出句中的结论。你依然要决定下一步应该怎么做。

像我之前说过的那样，你不需要把所有的财产都放在一个咖啡罐里。我告诉人们只需要放置一部分财产在咖啡罐里。咖啡罐未必是你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的唯一方法，但它可以成为你的方法之一。

总而言之，不要因为对灾难的恐惧就放弃构建自己的咖啡罐组合。

关于咖啡罐组合的补充

我非常喜欢咖啡罐的概念。原因之一在于每个人都可以使用它。它与百倍回报理论完美融合，因为如果你真的希望获得百倍回报，就需要给股票成长的时间。 1962年之后，在我研究的365只股票中只有20只股票在10年内完成了百倍的上涨。后文中我们还会进行更深入的分析。

但是如果你可以给股票足够的时间，结果一定会让你惊喜。如果你仔细思考，你会发现仅仅是持有不卖还是很简单的。我要和你们分享更多的真实投资者的故事，他们坚持持有股票，积累财富。

“这是一个关于咖啡罐的故事。 1998年我和哥哥每人继承了2000股普莱克斯（Praxair）的股票。我记得当时它们值34000美元。我没有进行股利再投资（虽然现在我希望自己这样做了），只是每年根据获得的股利来调整股票的名义购买成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当股价账面成本降至1.2美元一股的时候，我不再作调整，因为没有必要让账面成本降至0以下。这个股票现在的价格是126美元一股，即使股价没有上涨100倍，也完全符合百倍增长的条件了。我父亲买股票的实际价格大概是1美元一股，现在的总价值超过25万美元了。”

我觉得这些故事非常激励人。我也喜欢这些故事中的简单道理。上面那封信的作者并不是对冲基金经理，只是一个喜欢投资股票的普通人。

下面是另外一封信：

“我对咖啡罐理论非常感兴趣，因为基于我的个人经验，这是唯一可以让我挣钱的方法。在这些年里，我有过两次成功的经历以及一次错失的巨大机会，它们都是咖啡罐式的投资。

我的第一次成功经历是投资了200股微系统公司（Micros Systems）股票。当时价格为1.3美元一股。自1981年我买入这些股票之后，该股经历了数次的上涨和拆股，直到去年公司被一家大型科技公司收购。我获得了54000美元的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二次是投资于通用电气的3500美元投资。我本人曾经在GE工作了3年，使用工资代扣的方式来投资GE股票。这笔投资最终价值125000美元。我所做的就是购买股票，然后任其涨跌。

我错失掉的一个巨大机会是墨西哥电话公司（Telefonos de Mexico）。我于1982年买了600股该公司股票，然后在它翻倍的时候卖掉了。这是一个巨大的错误，如果我没有卖掉的话……”

你甚至可能觉得这个策略比其本身更吸引人。毕竟，没有多少人愿意花费大量的时间去跟踪每一只股票，紧张地盯着屏幕的闪动，时刻关注市场的涨跌。

对于我来说更好的状态应该是了解你所持有的股票，并且真正地持有它们，就像是对待租来的财物一样。之后你可以轻松上阵，不需要再担心投资组合价值的每日波动或是每月波动。

下面的小故事很好地诠释了百倍回报的精髓：

“我认为你应该会对于我的经历感兴趣。 1987年，我等额投资了十家具有良好声誉的高科技和生物科技公司，如果他们真的可以把公司的产品或软件投入市场，那么他们将会是大赢家。我尽可能地在挑选公司方面下足功夫，但是其中9只股票短期内的表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现都不尽如人意。这其中有无数种原因，但是主要原因在于公司资金不足。第十只股票叫作安进（Amgen）。在1994年我需要卖掉它们为我的孩子筹集大学学费的时候，它的表现不仅弥补了另外9只股票的损失，还为我带来了初始投资近800倍的收益。我很希望我仍然持有它们。

从中我得到了两点启发：首先你必须挑选有竞争力的股票（领导，国家也是一样的），其次你只能投入你能负担得起全部损失的金额。就是这样。”

这个观点很重要，并且能够复制。有了咖啡罐，你会有可能在一个仓位上损失所有的东西。但是咖啡罐组合的总回报一定会超过某只股票的损失。

我不建议在咖啡罐中放置刚刚起步的公司的股票。我会选择那些成熟的、有着长远增长前景，并能够以较高回报率实现资本价值复合增长的公司股票。

现在你已经知道了要持有股票，接下来我们要考虑应该在咖啡罐中存放什么样的股票。让我们看看这些百倍股吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　　关于百倍股的四项研究

除了菲尔普斯的那本投资宝典，还有很多优秀的关于百倍回报股的专著。虽然我没有找到全部，但还是尽力找到了一些。其中至少有几本书从菲尔普斯那里获得了灵感。

关于股票，很多研究都比我做得好。但是我重点关注的是百倍回报或是类似的高回报现象。

本章重点强调了其中的部分研究，他们的工作为后来者奠定了基础。这里提出的一些原则在后面我还会重点强调。获得百倍投资的路径就是这么多，包括菲尔普斯在内的这些先行者为我们指明了方向。

托尼的百倍股

滚石分析公司（TS Analysis）的员工托尼曾经发表过一篇15页的非正式报告——《关于百倍股的分析》。这篇文章在网上可以免费下载。文中写道："我并不是投资顾问或是财务分析师，我只是喜欢研究股票而已。"

他分析了19只百倍回报股，并得到四点结论，摘录如下：

- 最强劲的股价上涨往往发生在盈利持续上升以及市盈率同时提高的时间段内；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 市盈率的提升往往伴随着公司盈利的加速增长；
- 一些最具吸引力的机会可能发生在那些被人遗忘、股价大跌的股票上，公司经历了多年的亏损，开始恢复盈利；
- 在股价的上升期，公司会有较高的市盈率。但这不一定是阻碍继续持有股票的因素。

汉森天然饮料公司（Hansen Natural）（现在的怪兽饮料公司）的案例很好地诠释了上述观点。

托尼向我们展示了该公司盈利增长率如何从2001年的负值恢复到2002年0增长水平。从那以后，季度盈利增长率不断攀升，从20%到40%，直至100%。在2004年，季度盈利增长率上涨到120%， 150%，170%，最终在第四季度达到220%。

与此同时，公司市盈率也在逐步提升。 2001年，每股盈利只有4美分，市盈率为10倍。 2006年，每股盈利达到1美元，市盈率上涨到50倍。

每股收益上涨25倍，伴随着市盈率的提高，股价飙升125倍。（下一章我们会深入剖析怪兽饮料公司的一些细节问题。）

股价上涨背后是利润的增长、增长和更高的增长。

最近，奇普·马洛尼（Chip Maloney）在小盘股俱乐部的官网上发表了一篇案例研究。这篇案例非常值得花时间阅读，它也论证了托

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼的观点。蒙特雷食品（MTY Foods）是包括泰国快餐（Thai Express）、极品皮塔（Extreme Pita）和天使冰王（TCBY）这样的快餐厅的加拿大特许授权商。马洛尼对该公司进行了深入的分析。

2003年，蒙特雷食品公司市值为500万美元。 2013年，最初投资于蒙特雷食品公司的1美元变为了100美元。马洛尼提出的问题正是我在写作本书时不断问自己的问题：这只股票究竟是怎样实现百倍回报的呢？

在这篇案例中，故事开始于2003年公司的新任总裁斯坦利·马（Stanley Ma）。蒙特雷有快餐特许经营的业务。斯坦利·马作为一名移民不久的企业家，在1987年为蒙特雷公司创建了旗下第一家中餐品牌餐厅——提基明中餐馆（Tiki Ming—Chinese Cuisine）。

值得一提的是，马先生在上任时购买了公司20%的股份，这样他的持股达到29%。作为股东兼运营者，他当然希望股价表现良好。

马洛尼认为蒙特雷成功的原因是多方面的。蒙特雷的成功开始于马先生，但是在其他方面也有一些非常好的机遇。下面是马洛尼提出的一些原因：

- 市盈率只有2倍（股价便宜）；
- 业务属于现金牛，毛利率高达70%；
- 成长空间大——蒙特雷只占有快餐行业的很小份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯坦利·马自创了5个新的餐饮品牌，另外购买了其他19个品牌。这些品牌和细节并不重要。重要的是，这些餐饮品牌使得蒙特雷的门店大增。这些业务带来了高利润。而利润的再投资使得公司的收入和盈利高速增长。这一点从下表可以清晰地体现出来。

马洛尼在这里有一段有趣的推导：

> “每股盈利增长了12.4倍。问题是，如果每股盈利只增长12.4倍，股价为什么会上涨100倍呢？答案在于市盈率倍数的增长。 2003年蒙特雷垂死挣扎的时候市盈率只有3.5倍，到2013年市盈率为26倍。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蒙特雷公司实现百倍收益的路径

	盈利（百万美元）	EPS	门店数量（个）	股价（美元）
2003年	11.50	0.10	260	0.34
2004年	15.50	0.19	420	2.50
2005年	18.62	0.27	527	3.85
2006年	22.40	0.33	784	6.40
2007年	30.53	0.48	825	12.63
2008年	34.24	0.52	1023	7.34
2009年	51.50	0.64	1570	9.15
2010年	66.90	0.81	1727	14.40
2011年	78.50	0.84	2263	15.30
2012年	96.20	1.15	2199	22.25
2013年	101.40	1.34	2590	34.34
增 长	7.8倍	12.4倍	9倍	100倍

因此，要实现百倍回报，需要公司的盈利水平实现大幅增长。但是盈利增长和高杠杆两个因素的组合才是长期实现爆炸性增长的驱动力。在这个案例中，长期也不过10年而已。

我将盈利增长和高杠杆称为百倍回报的“孪生引擎”。我们接下来还会谈到这一点。

小盘股与百倍回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据通常的定义，小盘股是指市值低于3亿美元的股票。

以流通股数来衡量，小盘股通常在市场上占主导地位。美国股市中流通着16000只股票。其中7360只股票市值低于5亿美元。在戴夫·金特里（Dave Gentry）的书《明星小盘股》（Microcap Superstars）中按照市值大小将市场上的公司进行细分，包括：

- 7360只市值低于5亿美元的股票；
- 6622只市值低于2.5亿美元的股票；
- 5713只市值低于1亿美元的股票；
- 5053只市值低于5000万美元的股票。

这意味着，市场中至少有40%的股票都是小盘股。这是一片值得探索的广阔领域，这其中的很多公司在未来都会成为巨头。很多大公司都是从小微企业发展起来的，金特里列举了几家公司：

- 星巴克于1971年在西雅图开了第一家分店，它当时只卖咖啡豆。现在其股票市值已经达到760亿美元；
- 苹果公司1976年创立于一个车库，只有10000美元投资，现在市值7660亿美元；
- 赛百味开始于布里奇波特（Bridgeport）的一家三明治门店和1000美元的投资，现在拥有35000个门店，营业额超过90亿美元。

你应该明白了，小公司增长10倍、 20倍可能依然是一个小公司，它们也可以成为百倍回报股。苹果如今市值超过7660亿美元，我们可以断言它不会再有10倍、 20倍的增长，更不可能实现百倍的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百倍股背后的魔力

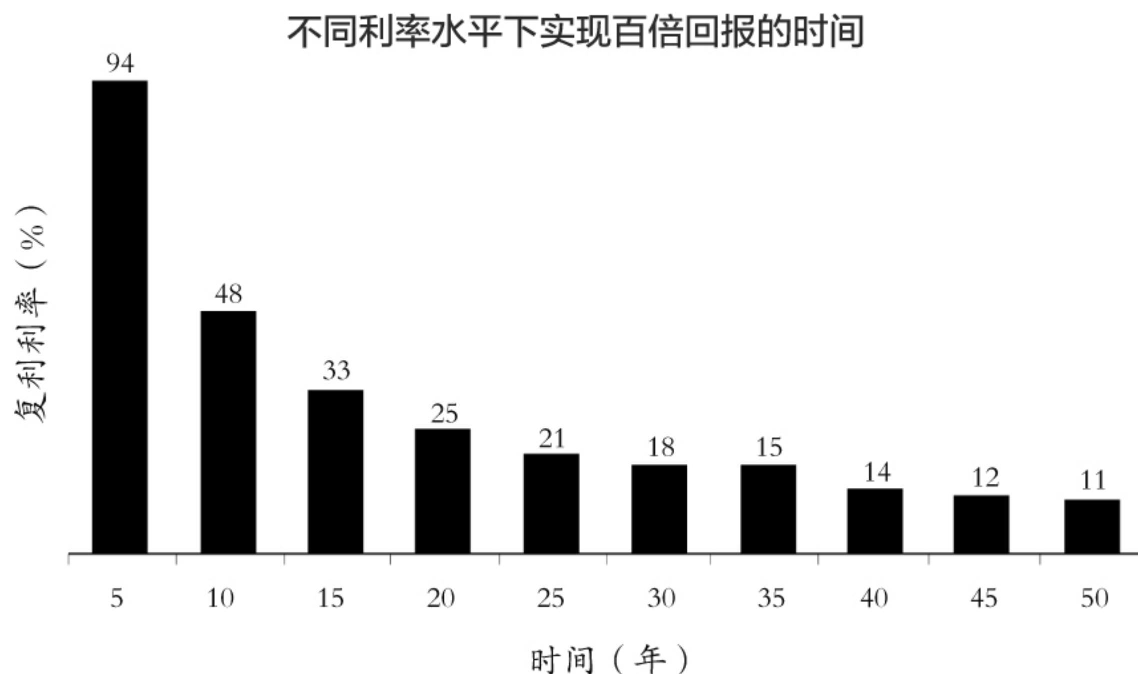
我主要关注美国市场，但是我也想知道其他市场上这类研究会得到什么结果。

幸运的是，确实有这样的研究存在。一家名为莫逖拉尔·奥斯瓦德（Motilal Oswal）的公司整理了印度市场上的百倍股。这份报告于2014年发布。报告的作者也是受菲尔普斯启发，并把这份报告归功于菲尔普斯。

这是一份高质量的报告，里面体现出很多投资智慧。“几乎没有投资者对于100倍投资回报有概念。真正享受到百倍回报的投资者更是少之又少。这是因为一百倍的回报需要很长的时间， 3年， 5年，甚至是10年。坚持持有这么长时间需要耐心。”

事实上确实是这样。下面这张图清晰地展示了获得百倍收益所需的时间和必要报酬率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你不是必须要持有一只股票20年以获得百倍回报。图中的数据只是想让你了解长期复利的力量。投资者需要时间才能实现复利增长的魔法。

奥斯瓦德公司的研究报告发掘了过去20年中印度出现过的百倍回报股。报告剔除了转瞬即逝的泡沫股。令人惊讶的是，相对于1979年，整个印度市场就是一个百倍回报股。“1979年的印度孟买指数为基数100，在2006年2月，指数突破了10000。” 27年完成百倍回报，年复利率为19%。在我写这本书的时候，孟买指数进一步升至27000。

我最感兴趣的部分是奥斯瓦德的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毕竟，我们进行这项研究的目的是帮助我们找到百倍回报股。基于我的研究以及菲尔普斯的研究，我们都会赞同奥斯瓦德的观点：最重要的一个因素是增长，各个维度的增长——销售，利润率以及估值。

大部分的百倍回报股在这方面都有漂亮的增长曲线。研究百倍股其实就是研究增长如何发生以及增长怎样持续下去。就如上图所示，以21%的年复利计算，大约需要25年的时间可以获得百倍收益（这是我研究中百倍股的平均水平）。

当然还有其他的因素。“我们的研究证明，百倍回报的背后隐藏着五个因素，合在一起就是SQGLP，各字母含义如下：

- S——规模小；
- Q——公司的业务很好，管理水平也很高；
- G——盈利增长率高；
- L——Q和G都具有持续性；
- P——价格较低，具有获取高额回报的可能。”

除了评估管理水平，以上各个要素都很客观。他们总结道：“在最后的分析中，管理者才是成就百倍股的炼金师。对于那些懂得如何评估炼金师价值的人，股市会给予他丰厚的回报。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在下一章我们会更多地谈及人。与顶级企业家和经营管理者一同投资会给你带来巨大的优势。天时地利人和，百倍回报就不是大问题。

这份长达48页的印度百倍股报告可以在网上免费下载。你只需搜索“Motilal Oswal 100x”即可。

马特利的百倍回报股

马泰克合伙公司（Martek Partners）的凯文·马特利（Kevin Martelli）将他的一份研究报告《过去15年中的10倍回报股》发送给我，这份45页的ppt我也很喜欢。马特利在2014年7月17—18日于意大利特拉尼举办的价值投资研讨会上做了展示。

虽然这不是聚焦于百倍回报股，但是他的灵感来源和我一样，都是托马斯·菲尔普斯的《股票市场中的百倍股》一书。马特利引用了菲尔普斯书中提到的乔治·F. 贝克（George F. Baker， 1840—1931年）的话来总结观点：

> “想要在股市中赚钱，你要有识别股票的眼光，购买股票的勇气以及持有股票的耐心。在菲尔普斯看来，耐心是最稀缺的一个条件。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如其研究的标题，马特利研究的是过去15年中的10倍回报股。他从市值大于1亿美元的21000家上市公司中挑选了这些股票。

在这些样本中，他发现了1785只股票（18%）完成了10倍的回报。

和我的研究一样，他也发现了很多股票是无法预测的。所以他“极其主观”地挑选了100只理性的长期投资者能够有较大机会识别出来的多倍股，买入它们并长期持有。

这是一份很有价值的研究，下面是其中的一些结论：

- 选择长期内实现多倍回报的股票没有万能公式；
- 相对于公司长期的利润增长潜力而言较低的买入价格很重要；
- 小而精：样本中68%的高倍回报公司市值最低时都低于3亿美元（都是小盘股）；
- 好股票通常会有较长的适宜买入的时间窗口；
- 耐心很重要。

我要补充的是，他挑选的很多股票都有顶级的管理团队，做出正确的将公司资源进行投资的决策。管理团队中通常都有大股东或是公司创始人。这可以克服一些公司发展中的障碍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个有趣的例子是汽车地带（Auto Zone）。在马特利的研究中，这只股票增长到24倍，尽管该公司的盈利增长率只有慢吞吞的2%到5%。但是汽车地带回购了大量的股票，这使得每股收益的增长率达到年均25%。

我们将在第十一章中详细分析回购的问题。

海瑟曼的盈利阶梯

还有一项研究，是小休伊特·海瑟曼（Hewitt Heiserman）的《本·格雷厄姆和成长型投资者》。海瑟曼给我发送了这份50页的ppt报告。他一开始就指出投资并持有具有增长潜力的股票极具吸引力，比如：

- 你可以获得资本利得；
- 你可以减少交易次数；
- 不用考虑时机。

海瑟曼的研究并非关于百倍回报股，但是他的重点是那些处于成长中的股票，并且这些股票都是高倍回报股。

但大量的研究都表明价值投资要优于成长型投资，这该如何解释呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是因为其中存在一些陷阱。其中比较明显的一个陷阱在于，投资者通常为成长性付出了过高的成本。看上去，如果你投资了百倍回报股，你就不需要考虑付出的成本。但是下面这个简单的心理实验表明这并非完全正确。

假设有两家公司， A公司和B公司。两家公司的每股盈利都是1美元，在第20年年末，每股盈利都增加到20美元。在第20年年底，两只股票以每股500美元（25倍盈利）的价格交易。

在第1年，你可以按照5倍的市盈率以5美元的价格购买1股A公司股票；以50倍的市盈率即50美元的价格购买1股B公司股票。在第20年年末， A公司股票会带来百倍收益。盈利上涨20倍，市盈率上涨5倍。这两方面因素共同为你带来百倍回报。

而B股票在20年后会带来10倍回报。虽然这也不坏，但是却远远落后于百倍回报。 A股票的10000美元初始投资在20年后会变成100万美元，而B股票只能获得10万美元。

看起来似乎你的成本并不重要。当然，没有人会抱怨10倍回报。但是真正丰厚的回报来自于盈利的增长和市盈率倍数的上升。最理想的情况是二者都有正向增长。

我的假设或许极端了一些，但是这可以说明一个问题：你不能单纯地依靠盈利的增长来获得百倍回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外一个陷阱是盈利本身有很多局限性。海瑟曼的报告将其列示如下：

1. 盈利数据没有考虑固定资本投资，当资本支出大于折旧时，会产生净现金流出；

2. 盈利忽略了营运资本投资，当应收账款和库存增长高于应付账款和应计费用时，也会产生净现金流出；

3. 无形资产，诸如研发费用、广告费用、员工培训等方面的开支也属于费用而非投资，虽然这些支出的效益会持续多个会计年度；

4. 股东权益是无成本的，虽然股东存在机会成本（换句话说，公司可以花费50美元最后只获得1美元的利润。如果你只是关注每股盈利，你可能会忽略产生这些盈利所投入的成本）。

因此，这里需要强调的是，你不能仅关注盈利。

在这本书里我不想过多关注会计细节和证券分析。一方面，有很多介绍基础知识的书会告诉你为什么上述分析是正确的。菲尔普斯向那些想要系统学习证券分析的人推荐本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的《证券分析》。在43年以后，本书仍然值得推荐。另一方面，追寻百倍回报并不等同于证券分析本身。

一些定性的因素可能更加重要。没有一种证券分析方法能够告诉你哪只股票会有百倍回报。你需要有独到的眼光，想象力以及对未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的良好预测，这些能力有助于你判断某一行业的前景，以及发展的空间。投资是一种简化的艺术，那些能抓住核心的人会笑到最后。

证券分析的作用在于过滤无用的东西，比如那些虽然盈利在增长，但是却没有创造任何价值的公司。在本书后面部分我会提供一些思考这些问题的捷径。

让我们回到海瑟曼的研究。他发现了一系列的高倍回报股。这看起来就像是股票市场上大赢家的集锦：微软（Microsoft）、思科（Cisco）、奇可思（Chico’s）、谷歌（Google）、佩奇（Paychex）、汉森（Hansen）等。

这些公司的盈利如同上楼梯一样节节攀升。

所有的研究都表明，这些过去的高倍回报股都经历了较长时期的强劲增长。

在下一章，读者将看到我在研究1962年到2014年期间百倍回报股过程中的发现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　　过去50年中的百倍股

到目前为止我们已经了解了一些与百倍股相关的内容。我向大家介绍了伟大的托马斯·菲尔普斯先生以及他的投资智慧。你也看到了一些现实的案例，普通人仅通过持有好股票就能够获得丰厚的百倍回报。我们也对这类股票的一般特征有了一定的了解。

百倍回报是时间和增长的产物。为了获得百倍回报，你需要长期持有一只高质量的股票。我想要强调从数学角度而言把10000美元变成100万美元的概率有多么低。事实上，还有一个百倍回报的模式你应该知道。

如果一只股票可以在25年内保持20%的增长，你就会获得百倍回报。如果你在第20年卖掉，那么你“只能”获得税前40倍的收益。最后的5年时间会使你的收益翻倍，所以你必须等待。

这不是说你必须要等25年，你也可以在20年之内获得巨大的回报。但是我想让你考虑长远一些。

此外，坚持持有是最省税的投资方式，因为无须为实现的利得付税，而是在没有税收负担的情况下实现复利增长。第一章中提到过的查克·阿格拉举了这样一个例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

琼斯先生和史密斯先生各投资100万美元购买伯克希尔·哈撒韦公司的股票（我们会在第八章详细介绍这只强力股票）。假设琼斯先生喜欢将收益实现，所以他卖掉了股票，第二天又买了回来。琼斯先生在这次交易中支付了33%的税金。史密斯先生则不操作。

在第18年，他们都抛出了自己手中的股票，同时支付税金。史密斯先生的现有资产大概比琼斯先生多出3.4倍。税收是影响收益的重要因素，百倍回报的投资有助于避税。

现在让我们回过头来继续看百倍回报股。

请记住，你需要股价上涨。最理想的情况是，业务规模和金融市场中的定价倍数同时上涨，也就是我说的“孪生引擎”。

这就是说，不要购买公共事业股票或者是大规模的成熟公司，比如麦当劳、沃尔玛或是IBM，不能期待所有的股票都是高倍回报股。寻找百倍股的过程中，不仅要知道买什么，也要知道不能买什么。无法实现百倍收益的股票很多，将这些公司排除在外有助于我们更好地寻找百倍回报股。

有了这些背景信息，我们可以看过去50年中的百倍回报股并且开始回答如何找到它们的问题。

我们先来看看从Compustat数据库（该数据库提供最早自1962年的数据）中找到的365只股票的一些重要特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，这些公司有着很广泛的多样性程度（附录中有所有的公司总回报的列表）。比如，回报排名前10位的公司如下表所示：

公司名称	数据起点日期	总收益	年限
伯克希尔·哈撒韦	1965–9–30	18261	19.0
堪萨斯南方铁路（Kansas City Southern）	1972–12–31	16931	18.2
奥驰亚集团（Altria Group Inc）	1962–12–31	15120	24.2
沃尔玛集团	1970–10–31	12382	12.5
霍利前线公司（Hollyfrontier Corp）	1966–10–31	12279	21.2
富兰克林资源公司（Franklin Resources Inc）	1981–12–31	11363	4.2
森林制药公司（Forest Laboratories–CL A）	1972–12–31	7874	11.5
TJX公司（TJX Companies Inc）	1971–10–31	6946	28.5
西南航空（Southwest Airlines）	1971–12–31	5478	9.5
纽马克特集团（Newmarket Corp）	1962–12–31	5077	22.8

伯克希尔算是一个特例，因此我们在第九章会专门对其进行研究。

堪萨斯南方铁路是一家铁路公司。 1974年至今已经有了16000倍的回报。 10000美元的投资在40年后获得16000万美元的回报。我从来没有想过铁路股会排到第一名（除了伯克希尔）。第二名是一家油气公司，现在主要做精炼提纯，有14000倍回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一些公司的名字出现在前10名并不奇怪，例如沃尔玛和麦当劳，这些股票很容易猜到。这还只是前10名。从1962年起，有365只股票完成了百倍回报的目标。

这些股票看上去没有特别集中于某些行业，有铁路、饮料、食品加工、科技公司等行业。它们唯一的共同点就是本次研究的目的：至少100倍的回报。

另外一点值得思考的是这些公司起步时的规模。正如我说过的，我不太喜欢基于简单的统计数据就得出一般性的结论，我更关注的是百倍回报背后的事实证据。所以我使用365家公司的中位数，发现这些公司最初的销售额为1亿7000万美元，市值5亿美元。

这些数据有两方面的意义。第一，想要获得百倍回报，你不一定必须要选择微型企业。这些确实还是小企业，但是1亿7000万美元的销售额无论在任何时代都绝对算得上是较大的企业了，绝不是没有任何收益的只值50美分的小股票。

第二，这些企业的价格-销售额比（即市销率）的中位数也是3倍左右，所以并不算太过廉价。通览这些股票你会发现有的股票确实看起来很廉价，但是更多的时候你会发现这类股票并不便宜。

所以你必须面向未来去发现百倍回报股。你必须训练自己的思维，去努力寻找那些可能会成长为巨头的公司，考虑公司现在以及未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

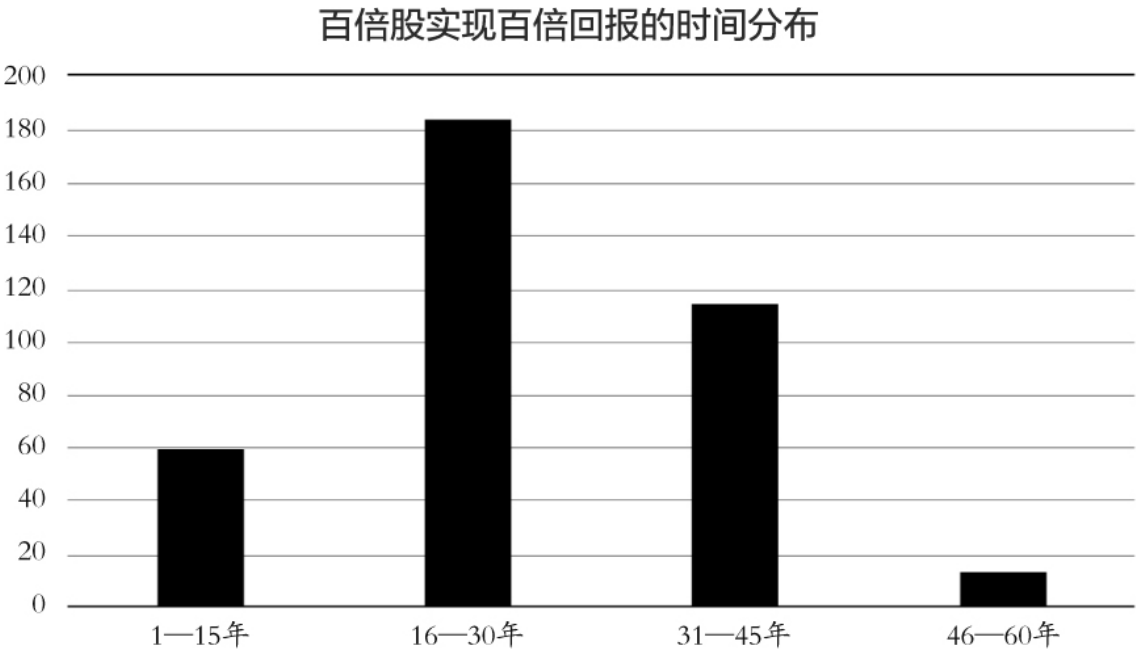
来可能达到的规模。这并不意味着企业需要占领巨大的市场，虽然这样也会有助于成就百倍股。如果能够在某个领域成为主导，小公司也能产生百倍回报。北极星公司（Polaris）就是这样一家企业。

除了少数例外，大多数人还是希望关注那些有着广阔的国内国际市场的公司。在榜单上，比小众公司占有更多份额的是像康卡斯特（Comcast）、美国家庭人寿保险（Aflac）、多来店（Dollar General）、自动数据处理公司（ADP）和洛克希德·马丁（Lockheed Martin）这样的公司。虽然这些公司起步的时候规模很小，但是目前都是各个领域的鳌头。

在1982年，美国家庭人寿保险公司只有5亿8500万美元的销售额。在2002年股票达到百倍回报的时候，销售额已经突破了1020亿美元，其市销率从1.7倍上涨到5.4倍。孪生引擎同时发生作用。销售上涨大约17倍，价格-销售额比则上升3倍。二者共同作用并考虑股利再投资，这只股票完成了一百倍回报的目标。如果我们去除股利，在2004年，也就是两年后，美国家庭人寿保险公司也实现了百倍回报。

另一张有趣的图说明了这些股票完成百倍回报需要的时间。图中显示，平均时间长度为26年（中位数）。我统计了15年的数据，结果如下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现百倍回报最快的公司

公司	时长（年）
富兰克林资源公司（Franklin Resources Inc）	4.2
Pharmacyclics制药公司（Pharmacyclics Inc）	5.0
明日之星广播公司（Nexstar Broadcasting Group）	5.0
奎斯特制药有限公司（Questcor Pharmaceuticals Inc）	5.0
百健艾迪公司（Biogen Idec Inc）	5.5
时代华纳公司（Time Warner Inc）	6.0
威朗制药（Valeant Pharmaceuticals Intl）	6.5
戴尔（Dell Inc）	7.2
有限品牌公司（L Brands Inc）	7.3
高通公司（Qualcomm Inc）	7.3
思科公司（Cisco Systems Inc）	7.3
易安信（Emc Corp/MA）	7.7
亨利集团（Henry & Associate）	8.3
向量集团（Vector Group Ltd）	8.5
A.G爱德华兹公司（Edwards（AG）Inc）	8.7
孩之宝（Hasbro Inc）	9.5
怪兽饮料公司（Monster Beverage Corp）	9.5
西南航空（Southwest Airlines）	9.5
家得宝（Home Depot Inc）	9.7
NVR有限公司（NVR Inc）	9.7

案例研究

下面介绍一些案例，这是能最直观生动地看出如何实现百倍回报的方法。

在阿格拉财经（Agora Financial）的众多分析师帮助下我完成了这些报告。他们是：亚历杭德罗·洛佩斯·德·哈罗德（Alejandro

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Lopez de Haro），马修·古德曼［Matthew Goodman，也就是尤达（Yoda）］和汤普森·克拉克（Thompson Clark）。下面的案例中会提到他们的名字。

怪兽饮料公司

我们首先来分析怪兽饮料公司，这是一家著名的饮料生产商。怪兽饮料只用了不到10年的时间就完成了百倍回报。继2006年回报过百倍后，股价继续上升，在2014年底突破了700倍。

尤达针对怪兽饮料公司做了一份案例分析报告。故事开始于两位移民企业家——希尔顿· 施劳斯伯格（Hilton Schlosberg）和罗德尼·萨克斯（Rodney Sacks）。他们从南非移民到加州，最后都成为了亿万富翁。

1992年，希尔顿和罗德尼用1450万美元收购了汉森天然苏打水和苹果汁公司（Hansen’s Natural Soda and Apple Juice）。汉森公司的历史可以追溯至20世纪30年代，也有不少年头了。然而讽刺的是，这家以销售新鲜的、未经高温消毒的果汁的企业后来却被创始人的孙子转型为只在柜台上销售高温消毒果汁的公司。

汉森没有畅销的产品，在国内甚至没有自己的分销渠道。但是希尔顿和罗德尼希望汉森可以成为一个注重营销并且具有品牌影响力的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，就像可口可乐一样，将生产完全外包。最早在2001年的委托书中就写明了“公司致力于营销碳酸功能饮料，尤其是运动饮料”。

在报告中，尤达写道：“汉森功能饮料一经推出就广受好评，但是红牛的出现使得汉森只是昙花一现。红牛让汉森一败涂地，但是也为他们日后实施更好的决策提供了经验和教训。”

一方面，他们决定削减产品线。 1999年至2000年，他们的产品多得令人发指。尤达列出了当时公司的系列产品：

> “14盎司玻璃瓶装招牌苏打水， 8.2盎司瘦身装罐饮， 13.5盎司玻璃瓶装慕斯， 64盎司塑料瓶装宠物慕斯， 11.5盎司罐装优质功能慕斯，这些都是授权的品牌和商标。其他产品还有玻璃瓶装纯果汁， 8.45盎司无菌包装儿童富维他命饮料， 20盎司瓶装‘金标’绿茶（其包装拥有专利权），能量棒，非转基因燕麦等等！”

在2002年，他们创立了怪兽能量并且使之成为市场焦点。在2003年的电话会议上，他们宣布放缓当年新产品发布的速度。

尤达如是写道：“他们在达成这一目标上表现得很狡猾。 2002年的年报披露，为了研发新产品和新口味，独立供应商承担了产品研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发大部分的费用，因此我们可以以相对低的成本来完成新产品和新口味的开发。”

因为公司没有内部生产线，所以测试不同包装的不同产品变得很容易，他们不需要费心去投入运营工厂所需的时间和金钱。“他们强烈意识到差异化的品牌才会是赢家，后面的研究表明，包装是怪兽能量成功的重要原因。”

正如上文提到的，在被红牛取代之前，汉森公司推出的8盎司装汉森能量取得了巨大的成功。针对2003年第四季度的盈利电话会议中的一个问题，尤达发掘到了管理层给出的回复。问题是这样的：投资者是否应该期待怪兽饮料的成功在未来能够再现？

公司管理层认为，“首先，在过去7年中我们学到了不少东西。当我们开始做功能饮料的时候就开始和红牛竞争。在那个时候，公司的规模导致我们无法在品牌背后给予足够的人力和营销的支持。事后来看，我们应该投入更多的资源。反观红牛，这么多年在市场中投入了与销量不成比例的成本，就是为了打造这个品牌。他们做得很成功。”

在推出怪兽饮料的时候，汉森没有再犯这个错误。下表显示了2002年怪兽饮料推出之后公司在市场营销方面的人员配置变化情况：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
市场营销人员	66	63	114	217	363	591

尤达写道，“他们在促销、营销活动以及雇用市场营销人员方面下了大功夫。怪兽和摇滚明星同时进入16盎司规格的饮料市场。作为先锋之一，怪兽获得了认可，抓住了机遇。”

当然，汉森不仅是在品牌、营销、推新上投入时间和资金。他们也花费了很多的时间关注产品的分销——产品接触客户的方法以及如何在零售商那里给自己的产品争取一个更好的展销位置。

“叫他们智囊团一点也不为过。”尤达写道，“他们尝试了各种方法来接近消费者。比如砰砰果汁（Juice Slam），他们就和好市多（Costco）合作；E20能量水，他们尝试直销的方法。他们甚至以低价中标妇女、婴儿及儿童补充营养项目（简称WIC项目，类似于食物券），这使得他们获得了在WIC授权的零售商100%的分销苹果汁和混合果汁的排他权。”

WIC合约使得他们的产品进驻了那些从未销售过他们产品的杂货店。换句话说，这为汉森的产品打开了广阔的市场，提升了品牌知名度。

当他们决定扩展一条全新的功能饮料线——失去的能量（Lost Energy）的时候，他们又做了一次实验。与以往使用自己的常规分销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渠道不同，这一次他们决定使用七喜的营销网络。

他们也利用自己的品牌认可度。“调查表明，男性更倾向于购买16盎司的功能饮料。因为这些产品有着黑色的罐子和熊掌一样的M形。根据他们的数据，女性更倾向于购买带有‘无糖’、‘减肥’这样文字标识的饮料，也更偏好浅色调的罐子，比如白色或银色。所以，在推出新的减肥型怪兽饮料的时候，他们保留了黑色的罐子，但是把M换成了蓝色。命名为Lo-Carb。这获得了持续的成功。”

Lo-Carb的另一个高明之处在于，由于怪兽饮料自身的受欢迎程度，新产品的销售变得更容易。他们深谙，要想为第二个产品获得更多的市场份额，必须保证自己的第一个产品畅销。“如果卖不出去，那么你只是空有想法和一仓库的饮料而已。 Lo-Carb一出现就备受欢迎。”

这就是创立一个品牌所需要付出的所有努力，这对于饮料来说尤为重要。如下表所示，这些努力带来了销售额的飞速增长。

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
总销售额	112885	135655	224098	415417	696322
净销售额	92046	110352	180341	348886	605774
净销售额占总销售额比例	81.54%	81.35%	80.47%	83.98%	87.00%
销售毛利润率	34.80%	39.70%	46.30%	52.30%	52.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“但是，更激动人心的地方在于，如果公司的品牌变得流行，不断增长，达到规模经济水平，成本也会随之逐渐降低。”

上面的内容中有两点值得关注：

1. 净销售额在总销售额中的比重越来越大。这反映出怪兽公司不再需要进行促销（比如折扣），因为经销商非常愿意销售怪兽饮料。

2. 毛利润占净销售额的比重也在上升，因为他们的生产和营销伙伴视他们为优质客户，愿意为了长期合作做出一些让步。

“这是一针强心剂，直接带来了股价的剧烈上涨。看看这两个比率上升对公司净利润的影响。”

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
经营收入	5293	9826	33886	103443	158579
净利润	3029	5903	20387	62775	97949
EPS	0.04	0.07	0.22	0.65	0.99
长期债务	3837	602	583	525	303
股东权益	28371	35050	58571	125509	225084
ROE	10.68%	16.92%	34.81%	50.02%	43.52%

这个案例研究中所有详细的财务分析的核心就集中体现在这张表中。从表中我们可以看出销售额迅速增长，净利润持续增长， ROE也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在不断上升。（我们在第六章还会再谈到ROE。）如果说百倍回报存在可遵循的规则，这就是。

就算你在2004年才买入怪兽饮料的股票，到现在也能获得百倍回报。你并不需要做上述这些深入的财务分析。事实上，不做财务分析也许会更好，因为很多聪明的财务人员都认为财务分析没有太大用处。但不管怎样，财务分析还是有一点点作用的。

“通过上面的表格可以很容易判断公司的质量。那么为什么不是每个人都能够因此而致富呢？因为很少人能够遵循我们之前说的坚持持有的原则。”

	2003年第二季度	2003年第三季度	2003年第四季度	2004年第一季度	2004年第二季度
参与电话会议的分析师数量	1	1	3	4	8

就算你知道这些原则，你也需要坚持持有这只股票——即使可能会让你看起来比较傻，即使那些聪明的投资者都告诉你这只股票不行。

价值投资者俱乐部就是由聪明人组成的股票研究平台，拥有大量的投资者粉丝。在2005年，有人匿名发布公告，看空汉森公司，并且打赌投资汉森不会有高回报。这份报告的作者曾经三次赢得俱乐部的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资竞赛，尤达确信这是俱乐部历史上曾经有过的最好竞赛成绩之一。

因此，这位看空汉森的人士并非无名之辈。

“这篇文章被俱乐部里的聪明投资者广泛接受，有人甚至说‘没有战略投资者会购买这家公司的股票。它的股价很明显被高估了，这家公司只是这一追求时尚行业中的一家毫无分销优势的一般品牌。’作者写这段话的时候，怪兽饮料刚刚经过拆股，调整后股价是6.31美元。但是接下来，汉森不仅再也没有出现过6.31美元的低价，12个月后，股价反而上涨到了26美元。”

2012年公司改名为怪兽饮料，这也是公司招牌产品的名字。

看看这些历史数据，有趣的是，尽管有着“高波动股”的称号，怪兽的股价从来没有定价过高。市盈率和增长率从来都是成比例的。

年份	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
P/E	28x	30x	29x	30s	17x
EPS增长率	218%	60%	36%	−27%	99%

年份	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
P/E	23x	30x	28x	35x	39x
EPS增长率	3%	34%	22%	5%	42%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怪兽公司的案例向我们展示了销售额高速增长对价值的影响，企业如何打造品牌，以及如何在保持销售额高速增长的同时，提高利润率和ROE。这也告诫我们需要做一个独立决策的人，因为曾经有那么多的聪明人告诉我们怪兽公司的股票不行。

但是这只股票的确回报颇丰，而且是以一种惊人的方式获得了高回报。

亚马逊

接下来这个公司不需要过多的介绍，它就是亚马逊集团。

这家线上零售巨头已经两次完成了百倍回报。汤普森·克拉克对该公司进行了案例研究，他的结论绝对会让你震惊。可以说，他破译了亚马逊成功的密码。

亚马逊是人人都可以投资的股票。 1997年开始上市交易。在经历了拆股以后，实际的购买价格是每股1.5美元。“在20世纪结束之前，你已经可以获得百倍回报了。 1999年4月股价已经突破了221美元，回报率达到14633%，即146倍的收益。”

这一回报实现得太过迅速，因此这波价格上涨并没有计算在我们的研究中（研究使用年末数据）。至少在10多年内亚马逊的股价没有达到过这个高位。“你可能已经想到，原因正是互联网泡沫破灭，亚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马逊也不能独善其身。” 汤普森指出，“公司股价暴跌，在2001年中跌至个位数。”

在我们的研究报告中，亚马逊用了13年完成了百倍回报。到2015年5月，亚马逊的回报是28300%，即283倍。

那么，亚马逊是如何做到的呢？

我们从杰夫·贝索斯（Jeff Bezos）开始说起，因为亚马逊正是一个由卓越的业主经营者掌权的例子。贝索斯先生今年已经51岁了。他持有亚马逊18%的股份。他既是公司的首席执行官也是董事会主席。

“没有任何迹象表明贝索斯先生将要退休。在2014年商业内幕网（Business Insider）对其的采访中，贝索斯像是劝告巴菲特先生一样，他说‘我现在对工作依然充满激情。’他非常享受他的工作。”

在30岁的时候贝索斯先生组建了亚马逊公司。他曾经在投资管理公司德劭基金（DE Shaw）供职。最重要的是，他并不是像比尔·盖茨一样的程序员，正如汤普森所说，“从很多方面来看他是天生的华尔街精英。”

“他坚信两点。他认为企业的价值在于未来自由现金流贴现的总和。同时他深谙资本配置之道，并理解投入资本回报的重要性。”

后者对于百倍回报来说非常重要，这一点我们接下来还会谈到。汤普森整理了一些贝索斯先生的投资智慧，我们用黑体标出了其中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键词：

- 贝索斯1999年致股东的信中有这样一句话："我之前所提出的每一个目标都是为了将我们的公司打造成最出众、利润最高、资本回报率最高的投资对象。"
- 贝索斯1997年第一封致股东的信中写道："市场领导力可以直接反映在更高的收入、更高的利润、更高的资本周转率以及更高的投入资本回报率。我们的决策始终坚持这一理念。"

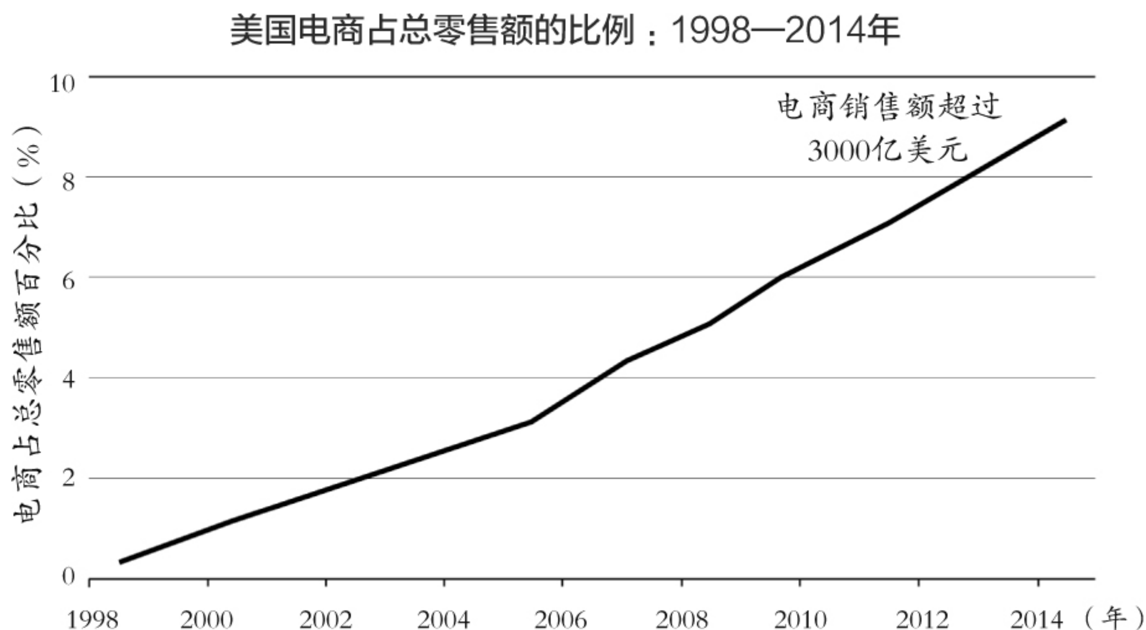
他持续关注较长的周期。汤普森的案例中写道："每一年，他都在当年的致股东信中将1997年的股东信也纳入其中。他想要强调的重点在于：要关注长周期。"

我们现在都知道，亚马逊主导着线上零售业。问题是，你能否在它有高回报之前，基于这个公司的基本面就做出购买这只股票的决策呢？

汤普森认为这是必然的。我赞成他的看法。

在讨论这件事之前，我想先请大家看一组宏观数据。汤普森向我展示了一幅图，我认为这幅图很有代表意义，并且思考了好几分钟，很多东西在我的脑海中清晰了起来。这幅图显示了美国电商在社会总零售额中所占比例的增长情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个结论在现在看来很明显，但是对于身处1998年或是2002年的人们而言，是否真的很难想到有一天在线销售额会占到社会零售总额的2%以上？这让我怀疑自己那个时候是否没有脑子（我从没有买过亚马逊股票，但却经常使用该公司的众多服务）。

但是难以置信的是，哪怕是在现在，美国只有9%的零售业务是发生在网上的。亚马逊起步的时候这个值为零。现在，线上零售额占到总零售额的35%甚至是50%，这种事情还难以想象吗？或许这只股票还有很大的增长空间。

回到汤普森的分析。

“首先，关于亚马逊需要澄清一件事情。我们应当达成这样的共识：亚马逊其实是在盈利的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还记得贝索斯先生1997年的股东信吗？他强调资本投入的回报和投资未来。亚马逊践行这一信条的方式之一就是大规模的投资研发，当然这是一种投资。

“我翻阅了亚马逊的历史资料，当然，那是一段极其辉煌的历史。自1997年起，公司销售额就以每年40%的复合增长率成长。”

所以，我们要关注这个重要的因素：增长，增长，更快的增长。

“如果单纯来看亚马逊每年披露的营运收入，这个公司看起来确实盈利能力不强。 2014年销售额880亿美元，但是经营收入只有1亿7800万美元。似乎只有0.2%的营业利润率。”

“但是如果计入研发投资，结果就完全不一样了。 2014年，亚马逊在研发上投入了92亿美元。如果把这笔资金加入经营收入，亚马逊2014年调整后的经营收入达到94亿美元，这样营业利润率就是10.6%。”

“这个数字非常惊人。更令人惊讶的地方在于这样的趋势是持续的。”

汤普森编制了下面这张表格。

虽然把研发投入加回听起来比较不合规，但重点在于在这个案例中，研发费用是一种投资（关于如何处理研发费用，会计界长期以来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都存在着争论。应该算作费用在销售额中减去？还是应该像资产一样在资产负债表中将其资本化，随时间计提折旧或摊销？）

	1996年	1997年	1998年	1999年
销售额（百万美元）	15.75	148	609	1639
增长率（%）		838.06	312.30	189.13
经营收入	−6	−32	−109	−605
经营收入占销售额比率（%）	−38.10	−21.66	−17.90	−36.91
加回：研发费用	2	13	46	159
调整后的EBIT	−4	−19	−63	−446
调整后的经营收入占销售额比率（%）	−25.40	−12.86	−10.34	−27.21

	2000年	2001年	2002年	2003年
销售额（百万美元）	2761	3122	3933	5264
增长率（%）	68.45	13.07	25.98	33.84
经营收入	−863	−412	64	270
经营收入占销售额比率（%）	−31.26	−13.20	1.63	5.13
加回：研发费用	269	241	215	257
调整后的EBIT	−594	−171	279	527
调整后的经营收入占销售额比率（%）	−21.51	−5.46	−7.09	10.01

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	2004年	2005年	2006年	2007年
销售额（百万美元）	6921	8490	10711	14835
增长率（%）	31.48	22.87	26.18	38.50
经营收入	440	432	389	655
经营收入占销售额比率（%）	6.36	5.09	3.63	4.42
加回：研发费用	263	451	662	818
调整后的EBIT	723	883	1051	1473
调整后的经营收入占销售额比率（%）	10.45	10.40	9.81	9.93

	2008年	2009年	2010年	2011年
销售额（百万美元）	19166	24509	34384	48077
增长率（%）	29.19	27.88	40.29	39.82
经营收入	842	1129	1406	862
经营收入占销售额比率（%）	4.39	4.61	4.09	1.79
加回：研发费用	1033	1240	1734	2909
调整后的EBIT	1875	2369	3140	3771
调整后的经营收入占销售额比率（%）	9.78	9.67	9.13	7.81

	2012年	2013年	2014年
销售额（百万美元）	61093	74452	88968
增长率（%）	27.07	21.87	19.52
经营收入	676	745	178
经营收入占销售额比率（%）	1.11	1.00	0.20
加回：研发费用	4564	6585	9275
调整后的EBIT	5240	7310	9453
调整后的经营收入占销售额比率（%）	8.58	9.82	10.62

“更进一步，我认为亚马逊是否盈利在于它是否想披露。”汤普森写道，“如果它想在报表中体现盈利，那么报表上就会显示盈利。对亚马逊股票的门外汉肯定会被亚马逊的公司从未盈利这一点吓得放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弃投资亚马逊。但是如果你把研发费用加回去，再把资本支出加回去，就会发现亚马逊是一家利润如此丰厚的公司。”

他认为，对待研发费用的最恰当方式是与设备成本一样，逐期摊销。研发费用中确实有一部分对于亚马逊的发展是必须的，但同时也有一部分是着眼于未来的成长、有利于提升未来的销售。在此基础上，汤普森提出这样的问题：“着眼于成长的研发投资和维持性的研发投资之间的比例怎样？这是一个重要的问题，很值得讨论。”

鉴于本案例研究的目的，我们姑且视研发是亚马逊为了业务发展所做的投资。如汤普森所指出的，自2003年以来，排除研发费用，亚马逊的营业利润率是10%左右。“那么，会有懂行的基本面投资人选择亚马逊股票作为投资对象吗？答案是肯定的。”

我们来看看2003年年初的数据：

- 股价21.94美元；
- 公司价值 = 83亿美元；
- 2002年销售额39亿美元；
- 2002年息税前利润2亿7900万美元；
- 2002年调整后营业利润率 = 7%；
- EV/EBIT = 33，非常高的倍数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汤普森认为，“就当时情况来看，美国经济中线上的比例很低。而对于零售业而言，这一部分就更小了。换句话说，在线销售的发展空间很广阔。”（见上图）

汤普森继续分析，“假设目标增长率是每年30%，那么2005年的销售目标应该是76亿美元。营业利润率依然设定在10%，和除去研发费用的息税前利润趋势相一致。那么亚马逊的价值就仅仅是2005年除去研发费用的营业利润的10倍。这个估值相当保守。”

要注意到这一点可能并不容易，但并非不可能。

“盈利增长的同时股价也在上涨。到2006年2月，股价已经从21.94美元上涨到43.92美元。三年翻两倍，年均复利26%。同期，标准普尔500指数的增长率是50%或者是每年14.3%。”

“如果从2006年起开始享受这只股票的长期上涨，那么到2015年5月，股价上涨会为你带来15倍的回报，年回报率26%。这一回报率也同样惊人。”

要想在亚马逊身上获得百倍回报并不容易。尤其是在早期，你需要坚定地相信这家公司的理念一定会成功。你要在遭受大幅下跌后仍坚持持有，即使股价已经跌落80%。

但是在股价处于低位的时候，你会有很多进场的时机。就算拿不到百倍回报，这个时候得到50倍的收益也是轻而易举。而且亚马逊不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会止步于此。

你必须相信贝索斯先生，顺着他的思路去思考。如果贝索斯先生愿意，他可以削减研发投入，现金会立刻涌入亚马逊的账户。但是他选择了投资研发以实现未来的增长。

汤普森如此总结：

“如果你相信贝索斯先生，你就可以接受公司营业利润率低的现实。在2014年，营业利润率只有0.2%。然而算上研发费用，这一比例就飙升至10%。上文表格中的数据表明这一趋势的稳定性。

“以亚马逊为案例说明百倍回报是一件比较困难的事情。最好的投资是在IPO的时候就买入，然后期待公司的销售额会持续上涨。对线上销售的良好预期和对贝索斯先生的信任是你投资决策中的关键因素。

“在2003年2月我做了亚马逊的基本面分析。根据亚马逊的历史财务数据，基于保守的估计，你可以买入这只股票。持有到2014年会为你带来15倍的回报，年回报率为26%。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汤普森更进一步地指出，即使现在亚马逊依然值得投资。分析见下表。基于现在的股价，汤普森认为，在未来的三年内会有127%的回报，也就是年均复合收益率31%。

汤普森总结道：“我们想告诉大家的最重要的观点是，资本回报是极端重要的，如果一个公司能够持续以高回报率进行再投资，股票价格（和公司利润）都将按复利增长，这种增长会呈现出抛物线的效果。”

在后文中我们将不断强调这一观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2015年5月28日股价（美元）	427
公司价值（百万美元）	196807
2014年财务指标	
销售额（百万美元）	88988
调整后经营收入（百万美元）	9453
调整后营业利润率	11%
假设：	
每年销售额增长20%	
调整后营业利润率升至15%	
销售额（百万美元）	153771
营业利润率	15%
EBIT（百万美元）	23065.6
按当前股权价值和2017年EBIT计算的估值倍数	**8.5%**
2017年估值	
调整后的EBIT（百万美元）	23065.6
定价倍数	20
公允价值（百万美元）	461313
发行在外股份数（百万股）	476
每股公允价值（美元）	969
目前股价（美元）	427
上涨空间	**127%**
时间间隔（年）	3
年均复合增长率（CAGR）	31%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来，我还有更多的案例分析与读者分享。我们不会聚焦在财务细节上，但是它们都能说明百倍回报股的关键特征：你需要给股票充分的上涨时间。我前面提到的一位分析师亚历杭德罗研究了下面这个案例。

电子艺界公司（Electronic Arts）

在1982年从苹果电脑公司的战略和市场部离职后，美国企业家特里普·霍金斯（Trip Hawkins）创办了电子艺界公司（EA）。公司总部位于加利福尼亚州雷德伍德城，公司的主业是开发电子游戏并公开销售。

电子艺界公司只用了14年就成了百倍回报股。 2004年回报破百倍后，股价还在继续上涨。亚历杭德罗对该公司的案例进行了深入研究。

“电子游戏这个行业依然属于蓝海，只有40年的历史，市场竞争依然激烈。”亚历杭德罗写道，“在这个规模达到数十亿美元的行业中，那些最初的创业者如履薄冰，因为很容易会被新兴企业淘汰。”

他发现，曾经的行业巨头雅达利（Atari）和世嘉株式会社（Sega）已经风光不再。面对年轻的消费者，任天堂（Nintendo）也失去了曾经的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“索尼和微软是目前平台类游戏市场的主导者。但是他们正在面对着越来越多的希望可以直接跳过平台的游戏研发者的竞争。他们直接采用网络或者手机端应用来直接接触消费者。”

亚历杭德罗继续分析道：“因此，仔细分析作为电子游戏开发企业的EA发展史及其成为百倍股的历史就变得十分有趣。 EA的成功，能够为我们研究在面对科技和消费者偏好易变的双重不确定性下如何成功提供一些经验教训。”

看起来， EA是通过不断推出新产品，努力获得那些有价值的特许经营权，来击败其他竞争者。

首先，该公司的盈利水平很不稳定，表明该行业不容易预测。各年的利润率和资产回报率（ROA）变化很大（如下表所示），新游戏在不断冲击着老游戏，随时都会有新游戏或更新版推出市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EA公司盈利水平的剧烈波动

日期	利润率（%）	ROA（%）
1990–12–31	8.5	13.2
1991–12–31	10	17.5
1992–12–31	10.6	17.3
1993–12–31	10.6	17.2
1994–12–31	11	156
1995–12–31	8.7	10.7
1996–12–31	76	8.5
1997–12–31	7.9	8.7
1998–12–31	5.8	7
1999–12–31	9.6	11.5
2000–12–31	0.8	0.8
2001–12–31	2.3	2.1
2002–12–31	14.2	14.4
2003–12–31	17.6	14.9
2004–12–31	18.5	13.2
2005–12–31	9	6
2006–12–31	2.7	1.7

亚历杭德罗在案例中指出，“与今天的许多科技公司不同。 EA最关注的是净利润。在早期， EA保护自己利润的一种方法是避免与现有的分销商合作。他们选择直接与零售商合作，这样可以获得更高的利润率。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EA也尝试了不同的包装。比如，对20世纪80年代初期推出的游戏——例如多用途劳动机器人（M.U.L.E）和弹珠台（Pinball Construction Set）——采用专辑式的包装。“这种包装是EA首创，因为专辑风格的包装可以节省成本。” 亚历杭德罗如是写道。

EA同时注重开发适合所有平台的游戏。所以不需要在打造平台的硬件上下功夫。 EA的执行官依然把这一点看作是EA成功的关键。

不管从哪个角度来看， EA的策略都是正确的。 1990年， EA的营业额只有9600万美元。到2004年，销售额已经突破了31亿美元， 32倍的增长。价格相对于销售额的倍数（市销率）也在不断上升， 1990年只有2.7倍，到2004年已经上涨到了13倍。

公司利润也快速增长。 1990年总利润只有800万美元。到2004年，变成了5亿8600万美元，是1990年利润的73倍。市盈率也从12倍上涨到32倍。

想要实现这样的增长， EA需要的不仅是讨巧的包装以及适应所有平台的游戏了。它需要开发人们想玩的游戏。

“EA的创建者取了这个名字，是因为他们希望EA的游戏可以成为一种艺术。艺术是一种好莱坞式的称呼，有些人认为公司的名字是受了联美制片厂（United Artists）的启发。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EA视自己的游戏研发人员为公司的宝贵财富。 EA的研发人员在自己研发的游戏中持有股份。亚历杭德罗认为，这“不仅是一种经济上的激励，同时也是一种公共关系式的激励，可以让他们更专注于研发”。他接着写道：“就像20世纪80年代的游戏专辑封面，它想表达的是，这些游戏以及这些游戏的创立者并非只是一些能在屏幕上做出搞笑画面的奇葩。他们对品质的关注产生了很多成功的游戏。”

这在体育类的游戏上面体现得极为明显，在这个类别上， EA的作品无人能及。我出生在20世纪80年代，至今我还能回忆起EA的口号：“EA体育，虚即是实”，以及在大学时代我们花费大量的时间去玩疯狂足球（Madden Football）。

亚历杭德罗评论说，“EA游戏对真实场景的模拟在很大程度上挫败了其他的游戏，这反过来使得EA在其他系列职业联赛游戏的开发和客户忠诚上面有了其他竞争者不具有的优势。 20世纪80年代末90年代初的疯狂橄榄球（Madden NFL），劲爆篮球（NBA Live），国际足球联赛（FIFA），曲棍球联赛（NHL）和职业高尔夫巡回赛（PGA Tour）系列都是EA推出的系列体育类游戏。作为体育系列中最成功的产品，在2010年FIFA玩家突破1亿人。”

EA还有其他的热门游戏，模拟城市（Simcity），战地（Battlefield）以及极品飞车（Need for Speed）系列。“一个品牌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旗下拥有众多的热门产品正是这个公司从起步就可以持续增长的原因。” 亚历杭德罗总结道。

EA的成功引人深思。这是一个看上去变幻莫测的行业， EA试图在其中打造一种锁定胜局的文化。在EA身上，你能看到所有百倍回报股具有的特点：销售额的爆炸式增长。除此以外， EA还具有不稳定但是健康的盈利和利润率。

在这个案例里，你需要相信野心勃勃不是一件坏事。对于百倍回报来说，这一点必不可少。

康卡斯特（Comcast）

拉尔夫·罗伯特（Ralph Roberts）将一家规模很小的密西西比有线电视公司发展成为今天的行业巨头康卡斯特。故事开始于20世纪60年代。《华尔街日报》在其去世时（2015年6月）刊登了罗伯特的讣告：

> “在那个年代，有线电视公司只提供社区天线和线路等少量业务。罗伯特先生借与有线电视公司业主见面的机会了解到这项业务，这位业主正在寻找合伙人接手密西西比南部电缆分置盒的业务。在发现这一商机以后，罗伯特先生在1963年进行了他生平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一次收购：他收购了一家位于密西西比州图珀洛地区的有线电视运营商，该企业为1200位本地居民提供有线电视信号传输服务。”

1972年这家公司股票在纳斯达克上市，现在已经上涨了1000倍。这是一个罕见的例子，在这个案例中我们有一位伟大的创立者兼运营者，拉尔夫·罗伯特。他的继任者也很有能力，是他的四子布莱恩·罗伯特（Brian Robert），布莱恩于1990年成为公司董事会主席，2002年担任首席执行官。

我们从1981年股价处于低谷的时候开始分析。从那时起，这只股票用18年时间走完了百倍回报的历程。

康卡斯特很有意思，和亚马逊类似，你看不到稳定的盈利增长。事实上，康卡斯特经常在财务报告中披露为负的利润，这主要是因为公司在建设网路系统方面投入了大量的资金。

你必须透过财务指标才能理解用户网络的真正价值。那些年复一年按月付费的忠诚消费者组成了康卡斯特投资逻辑的支柱。

虽然看不到盈利，但是订阅者的增加带来了销售额的增长。

“在20世纪80、 90年代，由于数次兼并，康卡斯特增长很迅速。” 亚历杭德罗对此作了介绍，“比如， 1986年收购了W有线电视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集团（Group W Cable） 26%的股份，这一收购使得康卡斯特的客户数量翻番，达到100万。在1994年公司又收购了麦克莱恩亨特公司（Maclean-Hunter）的美国分公司之后，使得康卡斯特有了350万的订阅者，成为美国第三大运营商。”

并购还在继续。在1995年，康卡斯特以15.75亿美元的价格并购了E. W. 斯克利普斯公司（E. W. Scripps Co.）。加上这家公司的有线电视订购客户，康卡斯特的总客户数量达到430万。

“康卡斯特也开始尝试多样化的商业模式。” 亚历杭德罗在案例中介绍， 1995年，康卡斯特花费21亿美元收购了家庭购物电视网络QVC。

康卡斯特后来也在手机和互联网领域施展拳脚。“先是在1988年，康卡斯特以2300万美元收购了一家移动电话服务商——美国移动网络公司（American Cellular Network Corporation）。第二次收购发生在1996年，收购对象是提供互联网服务的家庭网络公司（@HomeNetwork）。”

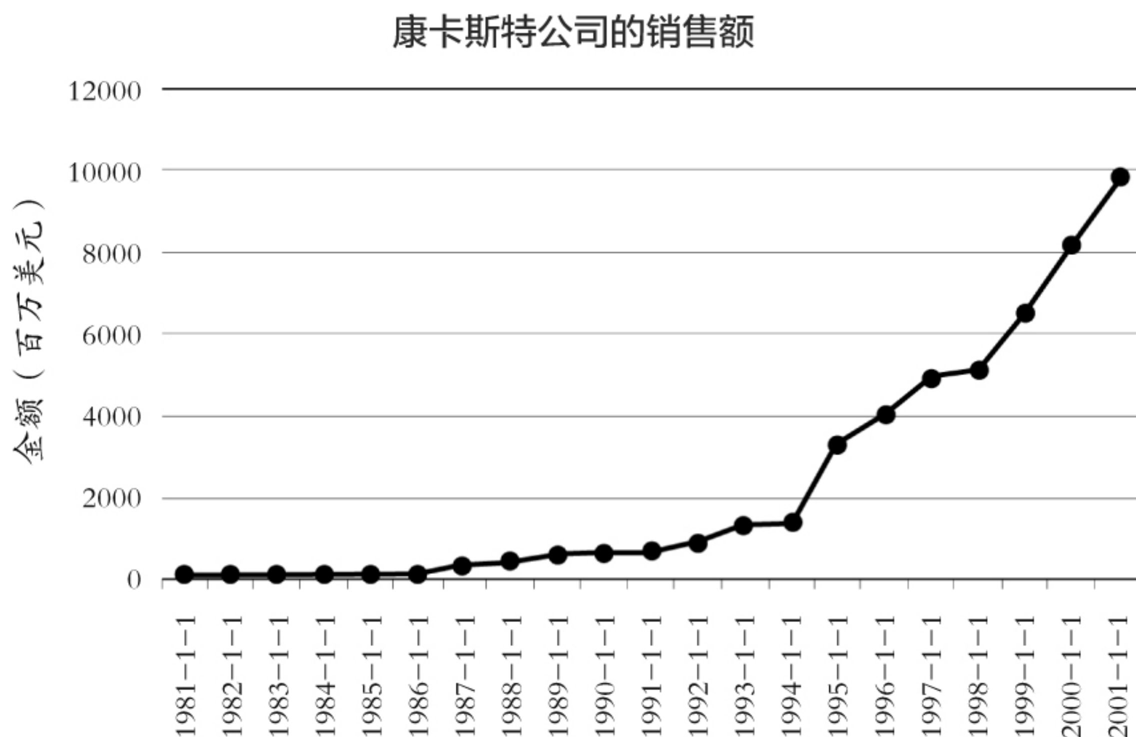
这些努力为康卡斯特在1997年带来了微软公司的10亿美元投资。“康卡斯特将有线传输、编程、通讯行业进行整合，把有线电视和个人电脑联系在一起。今天我们对康卡斯特的注资会深化宽带网络

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和内容的整合，这可以拓展对客户的服务。”微软创建者比尔·盖茨当时在一篇新闻稿中如是说道。

并购还在继续。其中最大的两起并购是2001年对AT&T有线电视系统的并购和2011年对NBC环球的并购。

康卡斯特的有线网络也成为提供互联网服务的重要通道，这使得公司有了更长远的发展。从下图可以看出康卡斯特公司销售额在20世纪90年代末和21世纪初的成长过程。



我们还没有谈到这个故事中最有趣的部分。从2001年起，在它不断地扩张与兼并的过程中，康卡斯特的股票最终会上涨超过6倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“这一时期较大的并购包括：AT&T宽带业务，阿德菲亚传播公司（Adelphia）（与时代华纳有线电视各持股50%），以及NBC环球51%的股份。”

在2000年，由于股票市场泡沫的破灭，投资者经历了一段刻骨铭心的大萧条。康卡斯特的股票市值从2000年高峰到2002年低谷损失近半。但很快这家公司又再次回到了增长的轨道。

如果一个投资者能够坚持持有该公司股票到2014年，那么他会获得188倍回报。康卡斯特的案例分析内容很少，但是依然有助于说明销售额增长的力量以及有透过现象看本质的能力有多么重要。

获得百倍回报需要眼光和韧性，同时往往还需要对那些财务信息中没有明显体现出的思想的坚定信念。

百事（Pepsi）

百事是投资者能够找到的比较有代表性的百倍回报股。业务简单，利润率丰厚，从一家小公司慢慢成长为大公司。

百事也是同时出现在菲尔普斯和本人研究中的案例之一。在菲尔普斯的书中，故事开始于阁楼公司（Loft Inc），这家公司收购了百事可乐公司并且在1941年更名为百事可乐。（关于这段历史还有很多有趣的背景故事，这可能会背离我们的主题。但是有一件有意思的事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情，百事曾经两次申请破产，分别在1923年和1931年。）根据菲尔普斯的研究，在1938年，百事公司股价均价为75美分。到1971年，股价达到427美元。 33年内实现了569倍的回报。

在我们的研究中，这只股票在1962年开始保持上涨趋势。“这家总部位于纽约的软饮和零食巨头从1962年起，花费了28.5年成长为百倍回报股。事实上，在1962年到20世纪80年代，这只股票并未显露出任何能够实现百倍增长的迹象。”

接下来，百事开始了全球大扩张。到1985年百事在150个国家都有了分支业务。“中国和苏联1975年就向百事开放了国内市场。这些新兴市场在接下来的几十年为百事带来了巨额的盈利。”

百事不断地推出新产品，扩展其零食业务。“在1982年，百事推出了新的子品牌，销售果汁汽水。这开辟了新市场，提高了百事在饮料行业的市场占有率。”

在1986年，百事进军快餐业，选择肯德基和塔可钟（Taco Bell）作为合作伙伴。 1989年，百事公司收购了英国老牌零食公司步行者薯片（Walkers Crisps）和史密斯薯片（Smith Crisps）。

百事的国际化进程还在不断推进：

- 1990年，百事和苏联签订了发展历史上最大的贸易协定。同年，百事控股了墨西哥最大的饼干公司歌美飒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Gamesa）。

● 1994年，百事入驻越南，并且成为越南最大的饮料制造商。它还与星巴克联手，在美国推出成品咖啡饮料。

● 1998年，百事与委内瑞拉的南极公司（Empresas Polar SA）签订联合协定，成为拉丁美洲最大的零食供应商。这一协定是百事公司1995年推动乐事产品打入20个国家的市场的一部分。

百事兼并新企业的进程还在继续：1997年兼并纯水乐（Aquafina）瓶装水， 1998年收购纯果乐（Tropicana）。

从财务角度看，我发现两个事实。其一， 百事拥有超过57%的可持续的高毛利率。在第十二章我们会看到，这正是百事高竞争力的体现。

其二， 百事的销售额和利润增长都非常惊人。 1962年的销售额只有1亿9200万美元， 2014年已经达到640亿美元。这还不算从百事分离出的百胜，后者的净利润也从1500万美元上涨到60亿美元。

在案例分析的观察期间，百事的股票价格上涨了1000倍。

吉列（Gillette）

吉列用了32年成为百倍回报股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吉列是一家生产剃须刀的企业。亚历杭德罗在案例中提道：“在过去10年中，吉列曾经是宝洁旗下的品牌，占有剃须刀市场70%的份额。”

1901年吉列成立，并且很早就获得了成功。菲尔普斯也在书中引用了吉列的例子。 1943到1971年，吉列实现了百倍增长。 1943年股价只有4.75美元， 1971年则达到每股364美元。“1962年7月刊的《财富》杂志提名吉列为美国第三大高盈利公司。” 亚历杭德罗写道。

“在我的研究中，这些股票有一个共同的特征，那就长期保持的扩张欲望。” 亚历杭德罗这样认为。他在吉列的发展历史中总结出这一特征。吉列总是在扩张新市场，推出新产品。吉列也很注重科技的使用：

> “他们在开辟市场、推出产品方面做得如此之好，很重要的原因在于他们在开发产品和产品营销上充分利用科技。纵观吉列的发展史，历任执行官都非常重视科技，这使得吉列比其他竞争者更有优势。正如达尔文所言：‘不是强者生存，而是适者生存。’”

比如，吉列是电视广告的第一批尝试者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“在1944年，在几乎所有品牌都忽略了电视的时候，吉列的执行官花费巨额资金在电视上做广告。”这使得吉列的品牌曝光率大大提升。吉列不仅花钱做广告，还通过数据来追踪销量。最终，吉列发现这些电视广告带来了那些年销量的爆炸式上涨。

“另外一张使得吉列获益的科技牌在于他们不断地对于刀片进行改良。即便在市场中没有任何一个竞争者能够抢夺吉列的市场份额的时候，他们也在不断地投入研发。”

有一部分原因是他们发现忠实的顾客愿意为比目前使用的刀片更好一点的产品付出更多的费用。亚历杭德罗引用了2001年吉列男士面容部门总裁彼得·K. 霍夫曼（Peter K. Hoffman）的话：“历史证明，市场期待我们的创新。”这一点吉列很早就明白。

即使某一项技术并不是吉列率先推出市场，对于研发的重视使得吉列的对手很难超过吉列。吉列可以用自己的专利组合来打败竞争对手。

“例如，在1962年，威尔金森刀具公司（Tiny Wilkinson Sword）推出的涂覆不锈钢刀片获得了巨大的成功。消费者声称，这一款刀片可以保证至少12次干净的剃须体验，但是吉列的碳钢刀片只能使用3到4次。威尔金森的刀片可能会严重影响吉列的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场占有率。然而，吉列的研发人员比威尔金森公司更早地获得了不锈钢涂层技术。所以威尔金森公司每售出一盒刀片，都需要给吉列支付专利税。这极大地削弱了威尔金森的竞争力。

“1963年，在吉列受到威尔金森的威胁一年之后，吉列推出了自己的不锈钢刀片，并且定价比威尔金森和其他的美国同类公司都要低。这一系列措施使得吉列重新主导市场并且在几年后继续推出改良的刀片。”

吉列在商业上取得了巨大的成功。

纵观吉列作为上市公司的起初几十年，很难发现这只股票有成为百倍回报股的迹象。事实上，在二十年内，股票都没有大涨。涨幅只有40%，仅此而已。

即使把所有的分红都进行再投资，你的回报也只有3.4倍。虽然比40%看起来好一些，但是对于20年的时间来说，还是太低了，年均收益只有6.5%。就算年回报率10%，也需要48年才能有一百倍的回报。而吉列的回报率只有该数字的2/3。

“这与公司净利润的增长并不一致。同期公司净利润增长了3.5倍。” 亚历杭德罗指出。其中一个原因是估值方法。吉列没有满

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足“孪生引擎”的条件。收入在上升，但是乘数却在下降。 1962年，公司市值是销售额的20倍，但是20年后却只有10倍。

还有部分原因在于吉列的销售利润率和资产回报率都在下降：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日期	销售利润率	ROA
1962–12–31	16.40%	23.80%
1963–12–31	14%	23.20%
1964–12–31	12.60%	18.60%
1965–12–31	12.50%	19.40%
1966–12–31	12.60%	20.60%
1967–12–31	13.20%	16.20%
1968–12–31	11.30%	15.40%
1969–12–31	10.80%	14.70%
1970–12–31	9.90%	13%
1971–12–31	8.60%	11.20%
1972–12–31	8.70%	11%
1973–12–31	8.10%	10.70%
1974–12–31	7%	8.80%
1975–12–31	5.70%	7.80%
1976–12–31	5.20%	7.20%
1977–12–31	5%	6.70%
1978–12–31	5.50%	7.30%
1979–12–31	5.60%	7.20%
1980–12–31	5.40%	7.30%
1981–12–31	5.40%	7%
1982–12–31	6%	8%
1983–12–31	6.70%	8.60%

换句话说，产生1美元的利润，需要有更多的销售额和资产规模。 ROE也在不断下降（这一点在第六章中会说明）。 1962年每1美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元投资的收益是31美分，但是1982年已经下降到了18美分。

尽管吉列有很多的优势，但是其业务确实不如1962年那么辉煌了。原因如下。

“吉列曾经多次不得不通过降价来与对手竞争，比如与威尔金森刀具公司的不锈钢刀片打价格战。同时，研发的费用随着新产品在国内外市场的推出在不断上涨，这需要大笔的资本投入。”

只有当上述不利趋势反转时，公司股票百倍回报的征程才算真正开始。这种情况下，公司的估值也已经降至最低点。从1964年到1995年年中，吉列完成了100倍的回报。市盈率达到28倍。销售额和盈利也在迅速增长。从1982年开始的15年间，销售额年均增长11%，利润增长率更快，达到15%。

相比于20世纪70年代， 80、 90年代更健康的经济环境也对吉列公司更好的业绩有所助益。即便如此，经济走势也是不可预测的。这就是为什么我（以及菲尔普斯和其他很多人）建议大家不要费劲去预测经济。下面的章节中我还会提到这一点。

吉列公司的案例强调了几点内容，其中之一就是增长的重要性。在这方面，吉列的增长比亚马逊和康卡斯特更容易识别。它一直保持着较高的毛利率，并且为投资者提供了不错的净资产回报率和总资产回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这篇案例也表明，当一只股票的市盈率从低位上涨后，估值会发生很大的变化。

综上，大家都会比较乐意为一只快速增长并且有着高回报率的股票（比如怪兽公司）付出公允的成本，而不会去选择价格低廉但业绩平平的股票。简单的数学推导就可以证明这一点。彼得·林奇在《成功投资》（One Up on Wall Street）一书中举了下面这个例子：

> “其他条件相同，年增长20%、市盈率为20倍的股票比年增长10%、市盈率为10倍的股票要好得多。这听上去可能很深奥，但是，理解快速增长公司的盈利变化非常重要，盈利是推动股价迅速上涨的动力。”

下表显示了上述结论的推导过程：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	A公司（盈利增长率为20%）	B公司（盈利增长率为10%）
基期	$ 1.00	$ 1.00
1	$ 1.20	$ 1.10
2	$ 1.44	$ 1.21
3	$ 1.73	$ 1.33
4	$ 2.07	$ 1.46
5	$ 2.49	$ 1.61
7	$ 3.59	$ 1.95
10	$ 6.19	$ 2.59

在5年、 7年和10年后，你就能看出这二者之间的明显区别。假设二者的市盈率不变， A公司股价最终会达到123.8美元，给投资者带来五倍回报。股票B只会涨到25.9美元，只实现了两倍回报。就算A公司的市盈率下降到10倍，你也可以获得3倍收益。

正如菲尔普斯所言，“好股票不会没有朋友。”通常它们都不会太便宜。不要被高估值倍数吓倒而放弃一只好股票。

总 结

类似这样的分析还有很多。事实上，针对这365只百倍回报股我们都能做出案例分析。限于篇幅我们就举这几个例子吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书已经介绍了不少各种百倍股相关的内容，现在我们也逐渐形成了对百倍股的基本认识。我们在本书结尾还会继续谈这个话题。

还是要强调一下，这里使用的统计方法并不严谨。我更想向你们说明典型的百倍股是什么样的。但是这就像直接告诉你哥伦布市的房地产均价一样，均价很难说明问题，因为其中更包括住宅、商业地产、工业地产等等，而且人口过于分散。数字不能说明任何问题。百倍股也是如此。

接下来的几章，我会进一步研究投资者能从这些百倍股身上发现的一些特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　　百倍股的关键因素

如果一家企业连续20年或30年，每年都获得18%的投资收益，即使你支付了看起来很昂贵的价格，也会有很好的结果。

——查理·芒格

东维尔肯特资产管理公司（Donville Kent Asset Management）的杰森·东维尔（Jason Donville）提出了一个有趣的假设。

他说，想象你在15年前投资了一只基金，该基金经理向你提供了下面名为“出色的回报”表格中的历史收益数据。你的第一印象可能是又一个伯尼·麦道夫（Bernie Madoff）似的人物，他通过造假让投资者相信自己在较长时期内取得了让人难以置信的稳定回报。

但这不是麦道夫，这是真事，这位基金经理确有其人，他的名字叫格里·索罗韦（Gerry Solloway），身份是加拿大一家名为国内资本集团（Home Capital Group，HCG）的消费金融公司的总裁。

然而，下面表格中展示的数据并非投资基金的收益率，而是HCG公司从1998年到2012年15年间的净资产回报率（ROE）。 ROE衡量了企业股权投资的收益率，比如说你投资100美元开了一家擦鞋店，第一年赚了25美元，你的净资产收益率ROE就是25%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东维尔写道："随着时间的推移，股票的投资收益和公司净资产收益率将会表现得极为一致，如果你在1988年1月投资于HCG公司，你的购买成本为每股1.63美元，然而在2014年1月，每股价格为大约80美元（该股票进行过1拆2的拆股，经调整后现在每股价值98美元）。"

出色的回报

年份	年收益率
1998	20.7%
1999	21.8%
2000	23.2%
2001	23.8%
2002	24.3%
2003	27.4%
2004	31.4%
2005	31.8%
2006	27.4%
2007	28.9%
2008	27.8%
2009	28.2%
2010	27.3%
2011	27.1%
2012	25.5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“不考虑股利，这只股票在过去16年里股票价格上涨至最初的49倍，如果加入股利，股票的年化收益率达到28%，这与HCG的净资产收益率非常接近。”

东维尔花了很多时间为他的基金寻找类似于国内资本集团的投资对象，这些公司在较长时间里为投资者提供20%甚至更高的ROE。但净资产收益率不是选择股票需要考虑的唯一因素，因为高净资产收益率的公司仍然可能是糟糕的投资对象。其他因素也很重要，比如股票价格。（微软公司一直保持着很高的净资产收益率，但在2000年之后的10年里，其股价一直表现不佳。）

但是一旦你发现了一只像HCG这样的股票，你的目标是“只要公司能实现既定收益，你就持有该股票或该篮子股票。说起来容易做起来难，但是仍然是可以实现的”。

东维尔每个季度会写一封名为“ROE报告”的邮件，其中记录能达到他标准的股票，这些股票大多是加拿大的公司，因为东维尔关注的是加拿大市场，在他2014年1月挑选出来的股票中，就包括HCG公司。

我分析东维尔的故事是为了说明以下几点。首先，弄清楚一家公司利用投资者的钱能赚取什么很重要，当一家公司可以在一段时间内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快速增加每股账面价值，这意味着其有能力以高回报率进行投资。

第二点我想说的是，当持有这些股票的时候，时间将会是你的朋友。短短16年， HCG将其投资者的财富放大到49倍。但是你只有在任何情况下都坚持持有股票才能获得如此高回报，其中的过程并非总是一帆风顺。举个极端的例子，在2008年，该股票的价格下跌了超过一半，如果在那时卖掉股票，那将是多么错误的做法。

这就是为什么像东维尔那样关注净资产收益率是有帮助的，就算你只是看到了上面这个“出色的回报”表格，你就不会卖掉股票了。我见过一些公司有类似的净资产收益表现，还记得菲尔普斯展示的辉瑞药业20年间的经营数据吗？年复一年，该公司保持着稳定的15%—19%的净资产收益率，前后持续了20年。他问道：“只看这些数据的人会不断买入卖出这只股票吗？”

当然，答案是否定的。这就提出了一个问题，为什么如此多的投资者无法坚持不操作？这是一个你必须为自己回答的问题，人们给出了各种各样的答案，但是正如菲尔普斯所说，记住这点：获取49倍收益，或者100倍收益的唯一方法是“果断买入并坚持持有”。

即使是较低的回报率累计起来也是可观的， 15%的年收益率意味着5年翻倍， 10年后是原来的4倍， 20年的增长累计起来，将超过初始价值的14倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在高净资产收益率的股票中寻找百倍股

杰森·东维尔的“资本理念基金”（Capital Ideas Fund）从2008年初以来的市场表现一直位列市场前茅。投资于持续产生高净资产收益率的公司是该基金获得惊人业绩的特殊原因。我打电话给杰森向他解释了百倍股以及我的新发现，很多百倍股在大多数年份有着15%甚至更高的净资产收益率。他说，“非常正确，那就是我们在寻找的东西”。接下来我们深入地讨论他的方法以及具有卓越市场表现的股票的神奇之处。

东维尔从沃伦·巴菲特那里获得了灵感——甚至可以说是另一个版本的巴菲特。“巴菲特投资风格转变大致在其职业生涯中期”，杰森这样描述这位奥马哈先知。“在他职业生涯的前半段，他是一个传统的本杰明·格雷厄姆式的价值投资者，基于短期会计指标（包括低市净率、低价格-现金流比率、低市盈率等）来判断股票的低估程度”。

之后巴菲特遇到了查理·芒格，他对价值有了新的定义并关注那些相对于未来现金流量现值比较便宜的股票。杰森说：“在巴菲特投资生涯的第一阶段，预测未来现金流量不是什么大事，因为你尝试做的是购买那些相对于当前的资产负债表和损益表更便宜的东西。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“在巴菲特投资第二阶段，他需要弄清楚公司未来盈利的变动方向，这就是为什么他从来不投资任何自己不理解的公司，因为无法预估其收益。”

基于净现值发掘的最具吸引力的股票是那些能够高速增长的股票，而要以高于平均速度增长，它们还需要拥有一些可持续的竞争优势。正是这类股票能产生较高的净资产收益率。

杰森说：“很多百倍股就是来自于这些股票。但是我并不是说百倍股不可以来自于其他地方，其他公司的股票可能会忽然暴涨并成为百倍股，但是你无法提前预知。你所能做的只是在感叹中回顾这只既无资产也没有利润的矿业股票，看它是如何涨到100倍。但是以你我的能力，发现下一只这样股票的概率几乎为零。”

我很同意这样的说法。在寻找的过程中，我发现两大类百倍股：一类是看上去由于随机因素而成功的股票（比如一家石油公司挖到了一口喷油井）；另一类是那些有高净资产收益率的更加可预测的复合增长型股票。相较而言，杰森更喜欢后者。

我们不妨假设邓肯甜甜圈（Dunkin’ Donuts）在其只有35家门店时上市，我们分析这家公司，可以发现它有着极佳的理念、极佳的业务模式和极佳的产品，更重要的是它只开了35家店，而美国是一个巨大的市场，有一天邓肯甜甜圈可能会有8000家店。杰森说：“这就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是那种在20—30年间可以成为百倍股的股票。”“可预测就是这样，我们可以寻找这样的公司：更小，具有更高的净资产收益率，这类公司的增长相对而言确定性更强。”

杰森开始通过观察市场，寻找高净资产收益率的股票。他认为，“如果一家公司连续4—5年实现了高净资产收益率，并且收益不是来自于杠杆而是来源于高利润率，那么这就是一个很好的起点。”

但是单独的净资产收益率并非百倍股的充分条件，杰森寻找另一种造就多倍股的关键要素。“第二个因素需要一些直觉和判断，那就是管理团队进行资产配置的技巧。”他在这里举了一个例子。

比如有一家公司股本为1亿美元，净利润为2000万美元，净资产收益率为20%，该公司不分配股利。如果我们在年末取出2000万美元的利润并存到银行，假设存款收益率为2%，而公司的其他资产继续保持20%的净资产收益率。

实际上如果把现金2%的收益率与公司20%收益率加总到一起，20%的净资产收益率在第一年年末下降到17%，下一年则下降到15%。所以当你看到一家公司年复一年保持20%的净资产收益率，必然是有人在获得利润分配后又将其投入公司，所以公司的净资产收益率才能保持不变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多人并没有领会到将利润再投资并获得高净资产收益率的能力有多么重要。杰森告诉我，他与公司管理层交流的时候，最想谈的就是：你如何对公司产生的利润进行再投资？现在我们不谈增长，来谈谈最近的5次并购。

净资产收益率并非必须保持稳定。杰森以一家油气服务公司——斯伦贝榭公司（Schlumberge）为例，并使用了他自创的“全周期净资产收益率”概念。如果在一个不景气的年份净资产收益率是10%，在景气年份净资产收益率是30%，那么平均的净资产收益率就是20%。

“我很乐意买这类股票，”杰森说，“并且最理想的买入时机是那些不景气的年份。”

但是他对在下降周期亏损的公司没有兴趣，这就很自然地排除了大部分矿业股票，以及许多油气股票。

“在矿业股票以及油气股票中，真正可以赚钱的是在你我有资料可以分析之前的阶段，”杰森告诉我，“正是那些油气类股票会实现超过100倍的收益，‘是的，但是当它们还是一倍或两倍股的时候，没有任何资料可供分析师挖掘，’唯一能抓住机会的是那些从一开始下注购买的人，他们赢了。但是你无法构建一个挑选这些股票的体系。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相反，你可以在帕尼罗面包店（Panera）、红辣椒墨西哥风味餐厅（Chipotle）或者邓肯甜甜圈刚刚发迹的时候购买它们的股票，那时有足够的资料可以分析。他说："你可以通过投资这些快餐馆获得长期的收益。"

我也询问了他关于股票回购的观点。股票回购操作会提高公司的净资产收益率。他对回购不置可否，但是他认为如果回购股票的公司销售额增长缓慢，那就要非常小心了。"如果你关注的公司持有巨额现金流但是销售增长率仅有5%或者更低，这样的股票不会很好，"他说，"IBM就是一个很好的例子，高净资产收益率、低股价，但是没有销售额增长的支撑，股份数量减少导致的每股收益上升被价格乘数下降所抵消。"结果就是，这样的股票价格不会涨太多。

杰森不愿意购买那些净资产收益率很高、但是销售增长没有达到至少10%的股票，但是他一旦发现了一只好股票就会大量买入。

"我成立基金来管理自己的钱，"他对我这么说，"我告诉人们如果你不能挑选出好股票，你应该投资于交易所交易基金（ETF）。但是如果你能够挑出好股票，却只投资1%于你的最佳选择，那就是不理性的。"

杰森的基金允许他累计投资任何一只股票达到基金总资产的20%，但是他自己能接受的上限是12.5%，这样，前5只股票会占基金份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额的50%，这些都是高质量的公司。“在我的组合里没有垃圾股，”他说，“如果这些股票某个季度业绩欠佳，股票绝不会下跌35%。股价下降3%后净资产收益率就开始好转，股价会迅速回复到正常水平。”

我问他，你什么时候卖出股票。“通常，如果净资产收益率不低于20%，我是不会卖的，”他回答道，“除非股价已经高到了愚蠢的程度。”

那么关于内部人所有权呢？杰森似乎更偏爱所有者、经营者一体的企业，我持有同样观点。我的研究也表明投资者应该如此，后文将有更多论述。“我们并没有刻意去寻找，但确实经常发现这样的情况，”他说。那些持续做出正确决定的人往往也是承担公司风险的所有者，他们同样不会用公司的资产去过度冒险。

“优秀的企业家实际上不会只追求本垒打，”杰森说，“他们会击出无数的安打。”他提到星座软件公司（Constellation Software）和MTY食品集团（MTY Food Group），两只在他的基金组合中占据重要位置的股票。这两家公司的管理者仍然持有很多股权，而公司的投资高度分散化。他说，分散化的结果是公司能够实现很好的无风险增长模式。

小结一下：公司将其利润以高回报率（20%或更高）进行再投资是非常重要的，净资产收益率是很好的分析起点和合适的代理指标，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不会只关注净资产收益率或者一些数字，但是这个概念很重要。

怎样看待资本回报率？答案是越高越好。

怎样评估一家公司从投资中可以获得多少收益以及以同样的收益率进行再投资的能力？答案是持续的时间越久越好。

否则通往百倍股的道路会非常艰难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 业主经营者：利益共享，风险共担

根据我作为基金管理者的经验，企业家才能应该体现为一定规模的股权份额……如果管理层和董事会在公司中没有足够大的利益——至少10%到20%的股权，那么放弃这家公司去看看其他公司吧。

——马丁·索斯洛夫（Martin Sosnoff）

你还记得宋飞正传（Seinfeld）中的故事“股票投资小窍门”吗？

乔治试图说服杰瑞和他一起去买某只股票。乔治说，有一位叫威尔金森的家伙在股票市场赚了大钱。杰瑞摆摆手，乔治说，“来吧，威尔金森已经投了数百万在这只股票了。”

最终，股票价格上涨，乔治赚了8000美元。故事很有趣，但它也确实反映了一些股票市场的智慧：在投资时，跟随有利害关系的人下注。

在这里，我想谈一个我最喜欢并且同样适用于百倍股的话题：所有者兼经营者的情况——或者跟着拥有大量你所购买公司股票的人一起投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但首先，我想分享一个投资者在市场中的特别偏好，正因如此，才需要更加关注所有者-经营者合一的情况。为此，我要介绍地平动力资产管理公司（Horizon Kinetics）所做的工作。

我与彼得·道尔（Peter Doyle）（地平动力公司的基金经理）在该公司的电话会议上就这个问题有过沟通，我们深入地讨论了交易所交易基金（ETF）的流行是怎样造成市场的扭曲。 ETF大致可以认为是现成的一篮子证券，可以像股票一样交易。 ETF种类很多，有房地产ETF、石油股ETF、黄金股ETF等。当人们涌入ETF市场时，无论股票的价格如何， ETF必须将资金投向市场并复制其预先设定的一篮子投资组合。

设计这些ETF的人喜欢把规模较大、流动性强的股票放入基金，因为这些股票容易买卖。问题就出在那些由内部人所控制的公司上，由于内部人手中持有大量股份，这些公司的股票流动性往往弱于同类公司，因此，ETF会避免投资这些公司或只配置较少资金于这些公司。

结果，如道尔所说：“我们发现这些所有者-经营者合一的企业，定价水平远低于市场水平，他们的投资回报远远超过标准普尔500指数或任何其他你看到的指数。”

这对于股票选择者来说真的是一个难以置信的机会，你能够以更便宜的价格投资于更好的企业。道尔举了一个很好的例子以说明这类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

异常现象——西蒙地产（Simon Properties）。

该公司是美国最大的购物商场房地产运营商，股票已经猛涨了一段时间。 2009年3月每股26美元，当道尔在2014年提到它时，股价已经达到158美元了。股票收益率为2.9%[1]，也就是说，交易价格约为盈利的30倍。

这个时候，西蒙家族在做什么？他们在市场上大量卖出。

西蒙家族成员在市场上出售了价值超过10亿美元的股票，此行为增加了股票的流通量（或流动性）。该股票已经是一只大规模ETF的投资对象，后来又被另一家规模更大的ETF持有。

所以你面对的情况是：股价昂贵，内部人正在不断卖出但ETF却不加思考地购买更多。与此同时，市场上还有其他由内部人控股的地产公司交易价格是西蒙集团估值的一半（或更少），却有着西蒙地产两倍的股票收益率。 “但因为没有大量‘自由流通股’，他们被市场忽略了，”道尔说，“这些是我们正在寻找并试图纳入我们的大部分基金的证券类型。”

在今天这样奇怪的市场上，所有者-经营者合一的现象可以是潜在价值的信号，在衡量价值方面，所有者-经营者合一可能表明公司未来会有超常的业绩。道尔说：“所有者身兼经营者的公司，在长期内将会大幅超越市场总体水平。”

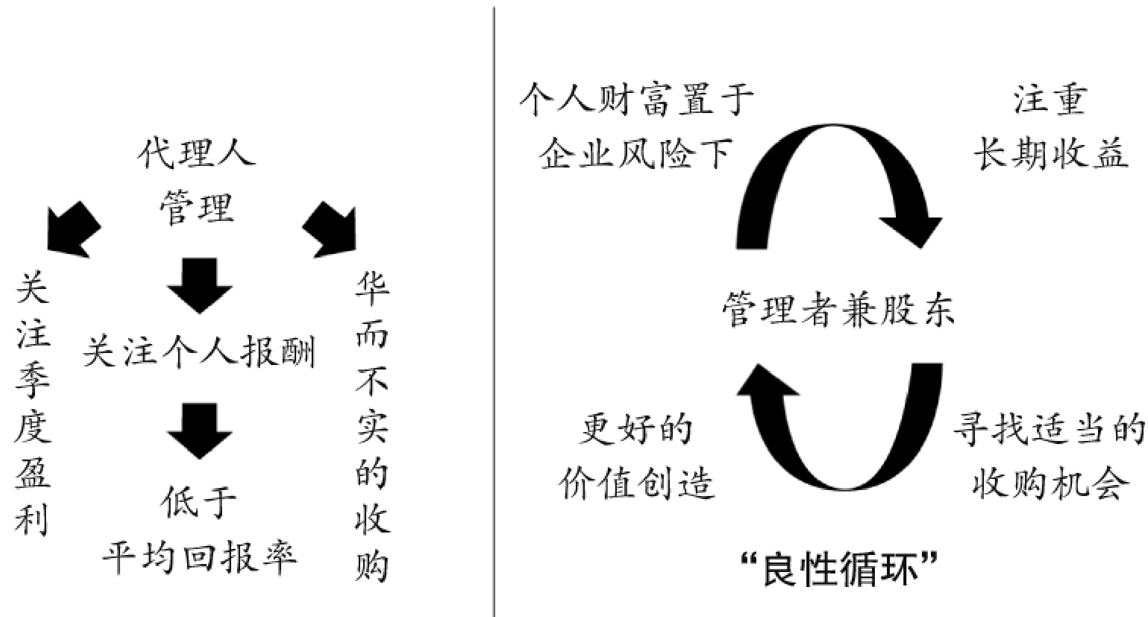
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于这个话题，已经有非常丰富的研究成果和实践经验。在研究前沿方面，这里有一些相关成果：

- 乔尔·舒尔曼（Joel Shulman）和埃里克·诺伊斯（Erik Noyes）研究了由世界上亿万富翁管理的公司的股价表现。他们发现这些公司的表现比指数高出700个基点（即每年7%）。
- 鲁迪格·法伦布拉什（Ruediger Fahlenbrach）考察了创始人控制的CEO，他发现他们在研发方面的投入比其他CEO更多，并且专注于为股东创造价值而不是进行毁灭价值的收购。
- 亨利·麦克维（Henry McVey）和贾森·德拉霍（Jason Draho）研究家族控制的公司并发现他们不会设置季度盈利指导，相反，他们专注于长期价值创造且表现优于同行。

相关的研究还有很多，但相信你已经明白了我的意思。相对于那些单纯的被雇佣者，平均而言，那些将自身财富置于公司经营风险中的人会作出更好的决策。最终结果是这些所有者-经营者合一的公司股东会获得更高收益。地平动力资产管理公司用一张简化的图形来说明普通上市公司和所有者-经营者合一公司的区别（见下图）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由穆雷·斯塔尔（Murray Stahl）和马修·霍克（Matthew Houk）管理的财富大师基金（VWMCX），专注于所有者-经营者合一的公司。股票要纳入基金，该公司管理层“必须持有相当大比例的股权”。

斯塔尔和霍克写道：

> 由于业主经营者将巨额的个人资产暴露于企业的风险之中，他或她一般享有更大的行动自由，同时专注于构建长期业务价值（如股东权益）的能力也更强。业主经营者个人财富提升的主要途径源于公司普通股的长期升值，而不是来自于用作激励管理者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（股东的代理人）的，当企业实现短期财务目标时所获得的股票期权、奖金或工资提升。

这种持股结构的一个例子是科尔法克斯公司（Colfax， CFX），一家生产各类工业产品的制造业公司。斯蒂文·罗尔斯（Steven Rales）和米歇尔·罗尔斯（Mitchell Rales）兄弟拥有公司24%的股权，他们还拥有另一家业务类似的企业丹纳赫公司 （Danaher Corp.,） 15%的股权。“过去10年，丹纳赫股票的回报已经超过3.4倍，”基金经理提道，“如果持有22年收益将达到59倍以上。 科尔法克斯公司是丹纳赫公司的重演，但是尚处于早期成长阶段”。

所以我的建议是坚定持有所有者-经营者合一的公司。

我在本章开头提到的宋飞正传的故事中，当股价下跌时，杰瑞惊恐地将股票卖出害怕会出什么错，但威尔金森（公司内部人）从来没有卖。在最后，乔治坚持与威尔金森一样的决策。 “我告诉你不要卖，”他告诉杰瑞。最后， “威尔金森清空了股票。”乔治也随之卖出。

我后来曾致电财富大师基金的联席经理马修·霍克，与他更深入细致地讨论了业主运营者的相关问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟随亿万富翁进行投资

几乎所有大企业高管和董事持有象征性股权的社会现象强化了一种被认为是正常行为的反企业家投资风格，即使专业投资者也如是认为。

——马丁·索斯洛夫《沉默的投资者，无言的失败者》

马修·霍克告诉我：“如果母亲问我这些天在做什么，我会这样解释：‘好吧，妈妈，如果沃伦·巴菲特找到你，说他要帮你管理资金（管理费很低），你会同意吗？’

‘当然。’

‘卡尔·伊坎（Carl Icahn）怎么样？’

‘也可以。’

‘比尔·阿克曼（Bill Ackman）、大卫·艾恩霍恩（David Einhorn）或者洛斯公司（Loews）的蒂施家族怎么样？你会让他们以同样的费率帮你管钱吗？’

‘是的，绝对会。’”

“我们的基金正是这样。这里有人以非常合理的收费管理你的资金，你能获得类似私募股权基金的投资服务。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我很奇怪以前竟然没有类似的产品，”马修解释，“这其实是一个简单的概念，如果你投资于一家公司，其实是把资金委托给那家公司的董事会主席、 CEO以及董事会。如果他们恰好也投资于该公司，你会非常放心。”

这一思想是我自己投资理念的核心，它对搜寻百倍股也有帮助。回顾过去半个世纪里那些表现最好的股票，你经常会发现其背后有一位身兼管理者的大股东：苹果的史蒂夫·乔布斯，沃尔玛的山姆·沃尔顿，微软的比尔·盖茨，星巴克的霍华德·舒尔茨，伯克希尔·哈撒韦的沃伦·巴菲特，我还可以列出很多很多，这些家伙都是亿万富翁。

马修说：“有一天穆雷和我正在讨论某些观点，我们说，‘如果可以投资一些诸如福布斯400财富榜上的公司岂不是很酷？我在想那会是什么样子。’而我们就是这样开始的。”

最后我们编制出财富指数，并将其作为基金复制的基准。要进入财富指数，业主经营者必须拥有超过5亿美元的资产和超过1亿美元的股权，这样筛选之后还剩148家有着良好记录的所有者-经营者合一的公司。得到这样的名单并不容易，也许正因为此，该基金才如此独特。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常，人们基于容易量化的数据或指标（例如市盈率、不同板块或不同国家）创建基金和指数，你可以从很多数据提供商那里轻松下载到这些资料，相比而言，构建财富指数难度要大得多。

“这花了相当多的时间。” 马修说。

我们实际上是在纽约公共图书馆通过微缩胶片寻找上溯至20世纪80年代初的富有个人。然后花费大量时间逐个季度梳理证监会文件，委托书和4s表格（Form 4s）。这些工作需要花费大量的人力。

经营者非常重要，在这个过度量化一切的时代，我们忽视了公司业绩真正归结于经营公司的人这一现实，而并不一定与市盈率或者历史盈利增长有关。

一些股票没有纳入指数仅仅是因为它们规模太小，但马修告诉我可能很快就会有指数来跟踪这些较小的所有者-经营者合一的企业。

“相对于那些已经完成上涨的公司，我们实际上构思了一个小盘股版本的财富指数来跟踪处于上升期的股票，” 马修说， “这就好比伯克希尔·哈撒韦是一家很有吸引力的公司，但它已经是成熟企业，而且沃伦·巴菲特的职业生涯也即将结束。他还会有和爱英霍恩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者阿克曼一样的动力吗？不，他们肯定有所不同。所以我想一个小盘股版本的财富指数可能会很有意思。”

我们又继续讨论了那些身兼所有者和经营者的人士的行为，例如，他们喜欢在别人担心害怕时达成交易。马修详细说道：

> 我认为这是纳入指数的公司更重要的要素之一，运行这些公司的人的行为不会失控，所以当我们经历像2008年这样的衰退时，也正是他们大胆举借更多债务并加大资本配置力度的时候。因为在这样的时候，反而到处都是机会。事后来看你会希望自己在当时把钱花出去，希望自己在那个时候积极投资。而反观代理人经营的公司，在极度动荡的环境中，他们不愿意投资或承担债务。这些接受股东委托作为代理人的经营者过于担心这些行为会被公众和董事会错误理解，以及此举将可能对其职业前景产生不利影响。你可以观察到这类现象，这些人宁愿守着大量的现金。现在有很多文章都在讨论这些公司为何会囤积如此之高的现金水平。

业主经营者如果不善于抓住机会，他们也不会有大成就。我们举过几个例子，如以并购而闻名的卡尔·伊坎，我们的指数中有很多公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司是伊坎领导的，比如美国有轨车（American Railcar）、 CVR能源（CVR Energy）和切萨皮克能源（Chesapeake）三家公司。

“当你研究像卡尔·伊坎那样的人时，”马修说，“有一点非常清楚，这些公司都是他的棋子。”“我们先来看美国有轨车和CVR能源公司的例子。贝肯油田的石油储量非常丰富，但管线运输能力不足，使得当地的石油很难运到炼油厂（比如CVR）。唯一的选择是把石油通过轨道交通工具运输，这正是美国有轨车公司的业务。”“看他下整盘棋是很有趣的事情，”马修接着说，“他现在投资了切萨皮克公司，所以，他所做的一切，显然都有一种全盘的战略考虑。”

业主经营者也有税收方面的好处，这里马修提到了在自由传媒集团（Liberty Media）的约翰·马龙（John Malone），“回顾他的职业生涯，”马修说，“他讨厌缴税，他总是在努力将减少税前收入降至尽可能低的水平，从而最小化纳税额。但是如果你看看自由传媒集团，如果基于市盈率来衡量它的股价确实很高，因为马龙想尽办法降低每股收益。事实上，如果按照这一传统的方法来评估，你将错过这家好公司。”

同样值得注意的是，这些所有者-经营者合一的公司在标准普尔500指数（代表整个市场的被广泛引用的指数）中代表性不足。正如马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

修指出的，标准普尔500指数使用了流通调整市值来确定指数中的权重，这意味着该指数只计算不在内部人手中的股份。

“这就是所谓的自由流通市值，”马修说，“所以如果有像沃伦·巴菲特这样的内部人购买了更多的伯克希尔·哈撒韦公司的股票，其在标准普尔500指数中的权重将下降。而这恰好与你预期会发生的事情相反。如果经营企业的人购买更多股票，如果有变化的话，你希望该股票在指数中的权重上升，但可笑的是，标准普尔指数的情况恰恰相反。”

相反，如果一位内部人卖出股票，那么它在标准普尔500指数中的比重会上升，同样，这和你希望看到的结果完全相反。相比标准普尔500指数，财富指数（也就是财富大师基金）寻找那些有着重要内部人的公司。

俗话说，空谈莫如实践，该指数的表现一直保持领先，连续20年每年的收益比标准普尔500指数高出2.7%，财富大师基金是你利用这种策略进行投资的一种途径。

还有一些关于财富指数理念的学术证据。

“当我们快要发布指数时，”马修说，“《指数投资杂志》（The Journal of Index Investing）发表了一篇题为‘富人越富，你也可以：投资一个亿万富翁的指数’的文章。这篇文章非常准确地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

描述了我们想法。我们很惊讶，担心有人会抢在我们前面做这件事。另一方面，看到独立的第三方验证了这个概念，我们也很高兴。”（有关本文的更多信息，请参阅下面资料框中的短文“财富创造财富”。）

我们讨论了财富指数的构成，非必需消费品类股票比重最高，达到37%。这些股票包括汽车王国（AutoNation），嘉年华（Carnival），凯悦酒店（Hyatt Hotels）和温迪酒店（Wendy’s）。采矿行业权重几乎为0，这也许能告诉你一些信息。指数中还包括了很多金融和房地产公司，例如博克金融公司（BOK Financial）是由乔治·凯瑟（George Kaiser）管理的俄克拉荷马州的一家银行。“这是历史上最好的银行之一，”马修说，“我们不是指花旗或摩根大通。”保险公司伯克利集团（W. R. Berkley）是另一家伟大的公司，马修补充说，“由大卫·艾因霍恩经营的绿光再保险（Greenlight RE），这是一家金融公司，但实际上是艾因霍恩的工具。”

通过阅读公开披露的基金持仓情况，你就可以找到所有公司的名字——这是一份现成的值得关注的公司名单。

该指数中还可以看到各种内部人和天才人士：拥有创造价值的悠久历史的家族——例如万豪家族（Marriott）或普利兹克家族

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Pritzker）；而天才投资者方面，如尼尔森·佩尔茨（Nelson Peltz）（他现在投资了温迪酒店）、约翰·马龙、伊坎、阿克曼、艾因霍恩、埃迪·兰姆珀特（Eddie Lampert）和其他人。

“对于普通人来说，”马修总结道，“接触到那样高水平的投资者是不容易的。你只有通过对冲基金或私募股权基金才能接触到这些人，而且你必须达到高水平的生活品质才能有资格投资他们的基金。但我们的基金是一种接触天才的间接方式，你可以让尼尔森·佩尔茨投资你的钱，也可以让卡尔·伊坎和巴菲特帮你做投资。”

财富创造财富

“大多数财富仍隐藏在私下的金融安排中，未被好事的旁观者发现，”乔尔·舒尔曼（Joel Shulman）教授和埃里克·诺伊斯（Erik Noyes）教授写道，“公众可能永远也不会知道这笔钱背后的秘密。”

但并不是所有这样的财富都隐藏着，正如我们看到马修·霍克所说的，对那些拥有和经营着上市公司的世界上最富有的人，我们可以跟踪他们如何投资，这正是舒尔曼和诺伊斯在做的事。

毫不奇怪，这两位研究者发现，平均而言，这些股票的表现良好：“我们认为，总体而言，由世界上最富有的人管理的公开交易公司股票的投资组合或指数是值得投资的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教授们的亿万富翁指数非常接近我们的财富大师指数——真是英雄所见略同。最终，他们提出购买一篮子这种股票的想法，同样，你现在可以通过购买财富大师基金来实现。

教授们并没有花太多时间思考为什么这样的公司表现优异，但他们确实提供了一些线索，其中之一就是富人通过社交和商业联系获取更好的信息，这帮助他们保持对拥有较少社会关系的同行的优势。

在我和马修·霍克的谈话中，他也提到了这个方面。他举了美国航空租赁公司（Air Lease）首席执行官乌德瓦海兹（Udvar-Hάzy）的例子，乌德瓦海兹是飞机租赁业务的创始人，在业内中有着极强的人脉，他可以拿起手机联系到几乎任何人，这实际上给美国航空租赁公司带来了其他公司无法比拟的优势。

在追寻百倍股的过程中，寻找天才是有帮助的。想想如何发现谁可能是下一个乔布斯、沃顿或伊坎，跟着天才去投资。在过去的50年间，许多表现最好的股票至少有在其某个阶段的发展史上出现了一位关键人物，这就是本章的核心。

[1] 此处的股票收益率等于每股收益除以股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　　局外人：最好的CEO

许多人认为杰克·韦尔奇（Jack Welch）是一位伟大的CEO，根据威廉·桑代克的《商界局外人：巴菲特尤为看重的八项企业家特质》[1]，如果你在1981年韦尔奇掌舵时投资1美元购买通用电气的股票，当他在2001年把公司移交给杰弗里·伊梅尔特（Jeffrey Immelt）时，你会拥有48美元。复利回报为20.9%，而整体市场收益率为14%，通用电气的总回报率是市场的3.3倍。

这是一个很好的记录（在这里我提出一个问题供大家思考，韦尔奇离开后发生了什么？），桑代克将韦尔奇作为伟大的CEO的基准，那么韦尔奇是有史以来最好的CEO吗？

远远不是。

让我们来看看桑代克的这本书，这是一本关于CEO如何创造价值的重要研究。我强烈推荐给大家，这本书将使你成为一个更好的投资者。这是一本我花费大量时间寻找的百倍股投资手册：寻找真正伟大的业主经营者。最后，但同样重要的是，要想找到下一个百倍股的逻辑，就要从学习已经完成这件事的奇才开始。

桑代克介绍了这八位CEO，在他们的管理下，其中四只股票成为了百倍股。这些CEO包括特利丹公司（Teledyne）（180倍股）的亨利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·辛莱顿（Henry Singleton），都市广播公司（Capital Cities）公司（204倍股）的汤姆·墨菲（Tom Murphy）和美国电信公司（TCI）（900倍股）的约翰·马龙（John Malone），还有沃伦·巴菲特。

还有四个人没有达到100倍股的标准，如华盛顿邮报（Washington Post）（89倍股）的凯瑟琳·格雷厄姆（Katharine Graham）和罗森-普瑞纳公司（Ralston Purina）（52倍股）的比尔·斯蒂里茨（Bill Stiritz）。但我们不会太关注这个问题。如果你投资了斯蒂里茨，这只52倍股只花了19年，想象一下，投入1万美元并把它变成52万美元，这足够你支付退休后的生活费用。

最关键的是投资这些人能让你大赚一笔，甚至从始至终都不需要管。

下面我们还是从这本书的基本理论开始。

该书的主要观点认为这些CEO都是卓越的资本配置者或伟大的投资者。资本配置就是投资。如桑代克所说， CEO面临五项基本选择：投资现有的业务，收购其他企业，支付股息，偿还债务或回购股票。（我想第六个选项就是持有现金，但这只是延迟了如何配置资金的决策。）

他们也有三种方式筹集资金：发行股票，举借债务或从经营中获取现金流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“这些投资与融资的选择构成一个工具箱”，桑代克写道，“长期来看，股东的回报将在很大程度上取决于CEO在选择使用何种工具时做出的决定。”

需要注意的是，这无关“伟大的企业”，也不是因为他们身处“成长中的市场”，更没有一些特殊的资产，局外人在不断成长或萎缩的市场上都创造了财富，他们在消费品行业和传媒行业上做到了，在金融服务和制造业上也做到了。行业本身并不重要。

桑代克写道：“这些企业没有热门的、很容易复制的零售概念或相对于同行的知识产权优势，但他们的表现远远超过同行。”他们通过优化使用工具箱中的工具来产生最大效用，在这方面，他们拥有一些共同点。

这些局外人都秉承着同样的世界观，“因此他们形成了一个由聪明人构成的小圈子”。桑代克写道，他们每个人都清楚：

- 资本配置是CEO最重要的工作；
- 重要的是每股价值，而不是企业的整体规模或增长；
- 现金流量决定价值，而不是收益；
- 权力下放的组织会释放企业能量；
- 独立思考对于长期成功至关重要；
- 有时最好的机会是持有自己的股票；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 耐心和偶尔的勇气在收购中很重要。

他们都秉承“古老的前现代价值观”，他们“有些离经叛道”。通常这反映在他们身处的地理位置上，纽约并不是他们经常出现的地方，相反，他们尽量让自己置身于金融中心之外。

这有助于他们屏蔽群体效应，避免受传统思维和市场噪声的影响，他们抱有“化繁为简”的观点。这些局外人显示出“简化的天赋”，桑代克写道，这使得他们能够“避免同行的干扰，将喋喋不休的讨论压缩至最低水平，全心关注于公司最核心的经济特征”。他提供了许多具有这类特征的例子。你看到的结果是一些让人惊掉下巴的记录。

以特利丹公司的亨利·辛莱顿为例（这是我最喜欢的财经领域案例研究之一）。特利丹公司是一家集团公司，没有什么特别的。但看看辛莱顿如何使用他的工具包：他尽量不支付红利，不重视报表中披露的收益而关注于现金流，他让特利丹公司回购了90%的股票。如果你在1963年跟着辛莱顿投入1美元，那么当他1990年退休时，你就会有180美元，这一收益约为同期市场收益的12倍。

辛莱顿和他的团队也是企业股东，我不得不强调这一点。当辛莱顿退休时，董事会拥有40%的股票，所有的局外人的利益与股东绑定在一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面我们来看另一个绝佳的例子：都市广播公司的汤姆·墨菲。他最初拥有五家电视台和四家广播电台，他的竞争对手哥伦比亚广播公司（CBS）市值相当于都市广播公司的16倍，就如同墨菲划着一艘皮划艇对抗一艘远洋邮轮。到墨菲退休时，都市广播公司的价值是哥伦比亚广播公司的3倍，“皮划艇取得了决定性胜利”，桑代克写道。

墨菲的方法本身很简单：专注于现金流、利用杠杆来收购更多资产、改善经营、偿还债务并不断重复。如果你在1966年墨菲成为首席执行官的时候投资1美元，那么当公司在29年后卖给迪士尼时，你就会得到204美元。这个回报率接近每年20%，几乎是市场的17倍！（是竞争对手的四倍。）在墨菲任内，都市广播公司回购了47%的股份。

这本书中还有一个很好的例子是有线电视运营商约翰·马龙所在的美国电信公司，他的记录更为惊人， 1973年每投入1美元，到1998年就变成了900美元，在长达20多年的时间里每年获得30%的收益，而竞争对手收益率仅为20%，市场平均回报只有14%。马龙还回购了40%的流通股，回购带来的收益率超过40% （我要补充一下，几乎所有的局外人所实施的回购都获得了巨大的回报，他们知道如何在低价买入）。

再考虑一个例子：比尔·斯蒂里茨所在的罗森-普瑞纳公司。他关注公司的基本面指标：股东权益回报率。为了提高这一比率，他使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用债务，卖掉了达不到他严格的盈利门槛的业务，这些举措达到了很好的效果。 1美元投资19年后价值57美元，年收益20%，高于同业的17.7%和市场的14.7%。他遵循了上面概述的许多原则。斯蒂里茨也回购了很多股票，使罗森-普瑞纳公司60%的股票退出市场。

我无法恰到好处地把握介绍这些故事时的深入程度，而桑代克完成了这项令人钦佩的工作，他为我们描述了这些CEO本身的简洁形象，你能了解他们的价值和他们来自何处，他还总结了前面介绍的这些局外人共同遵循的重要原则。

最后，尽管没有发现明确的百倍股公式，但桑代克为我们做出了巨大的贡献，提炼出局外人的基本特点以及他们如何使用工具包。他们“缩减股息，制定严格的收购标准（偶尔进行大规模并购），有选择地使用杠杆，回购大量股票，最小化税收，在组织中下放权力，关注现金流甚于会计报表中的净利润。”

局外人并不总是同时做上述所有事情。不同的环境适用工具箱中的不同工具，但他们都是像投资者一样思考，以传统的CEO做不到的方式聪明地使用工具箱并产生了巨大影响。

我已经向几位CEO和同行投资者推荐了这本书，我自己的那本也到处都是标记， 我建议你也买一本仔细阅读，“局外人”会给你一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入“完全理性”世界的窗口。难以置信的是，该书的观点仍未被大多数投资者所接受，但这确实是一本反复阅读就会有收获的书。

寻找下一个局外人

最近，我找到机会与桑代克讨论关于百倍股的一些问题。

在纽约，桑代克参加了一档问答节目，该栏目由威廉·科汉（William Cohan）主持，他曾经在拉扎德公司（Lazard）从事投资银行的工作，现在正在写书和在电视上露面，纽约证券分析师学会主办了这次活动，这期节目绝对值得一看。

我不准备介绍整个讨论的过程，但会强调你感兴趣的那一部分，也就是他对我问题的回答。我问他认为哪些CEO和公司遵循了局外人法则。

他提出了下面这些备选公司：

- 泛图集团（TransDigm， TDG）的尼克·豪利（Nick Howley）。桑代克将泛图集团称为一家“总部设在克利夫兰的令人难以置信的公司”。 泛图集团为飞机制造高度专业化的零件，这些部件很难被取代，对飞行的飞机至关重要，而且没有替代品。所以泛图集团有着极佳的业务，加上豪利的积极回购，有望成为一只超级股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泛图集团在桑代克的书中有一篇几页长的短文，如果你在2012年10月该书出版后就买了这只股票，你已经获得了45%的收益。对我来说这只股票看起来从来没便宜过，但不能否认它是赢家，自2006年IPO以来，它已经增长了660%。

- 丹纳赫集团（Danaher， DHR）和科尔法克斯公司（Colfax， CFX）的史蒂文·罗尔斯和米歇尔·罗尔斯。罗尔斯兄弟一直是两只工业股票背后的主导力量。 DHR你可能知道，这是一个价值580亿美元的公司巨头，罗尔斯兄弟通过一系列对小企业的完美并购，将它们并入DHR集团之中。

科尔法克斯公司更有趣，因为它更小（只有60亿美元的市值）、更年轻。它在2008年以每股18美元上市，罗尔斯兄弟基本上在科尔法克斯公司上再次应用丹纳赫的模式，这家公司有一段时间很引人关注。目前股票似乎正面临抛压，从高点已经下降了30%。

- 威朗制药公司（Valeant， VRX）的迈克·皮尔森（Mike Pearson）。这是一个有争议的人物。一方面，有一些批评者认为威朗制药的商业模式徒有其表，他们还质疑公司的会计数据，并且认为公司股票价格太高；另一方面，我听到潘兴广场资本管理公司 （Pershing Square）的比尔·阿克曼在格兰特的一次研讨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会上强烈地推荐这家公司，他提到了公司不断增长的现金收益和皮尔森交易的逻辑。

● NVR公司，这是房屋建造行业中一家典型的局外人企业，地平动力资产管理公司的穆雷·斯塔尔在2013年年底对该公司进行了评价。他总结了该公司的突出特点：

NVR在住宅建筑行业有些奇怪，它选择不进入快速增长的市场，如加利福尼亚州和亚利桑那州，在整个住房危机期间都保持着稳定的利润，目前持有的现金超过负债。该公司保守的管理团队在过去10年中也回购了近一半的流通股。

如果你想找一家住宅建筑企业投资，你应该从这家企业开始。

● 埃克森美孚（XOM）。 桑代克引用了该公司长达35年的历史记录。这家公司规模庞大，且没有亮点，对我来说这只股票似乎已经过气。虽然在过去5年里表现不佳，但也许你仍然可以通过投资它获得不错的收益。

● 一系列小规模的伯克希尔似的保险公司。马克尔公司（Markel， MKL），白山保险集团（White Mountains， WTM）和费尔法克斯金融控股（Fairfax Financial Holdings，公司在多伦多交易所上市，代码为FFH）。这些名字你可能都知道。他们都有着相同的模式。这些公司旗下均有保险公司，他们创造性地投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资资金，以实现长期的高额回报。这些公司值得关注，我自己随时关注着他们。如果市场再一次跳水，一定要注意——这可能是你以便宜的价格买入这些股票的唯一时机。

- 莱卡迪亚控股公司（Leucadia National， LUK）。桑代克希望在书中加上伊恩· 卡明（Ian Cumming）和约瑟夫·斯坦伯格（Joseph Steinberg），这两个人领导着LUK——一只250倍股。但是，避世的两人不愿意与作者合作，因此桑代克最后决定不把他们的故事写在书中，因为他认为与每一个真实的CEO会面是很重要的。他写了这一章，但没有发表，只是在书中用边注做了简单介绍。

今天，莱卡迪亚是一个完全的异类，他与投资银行杰富瑞集团（Jefferies）合并，该合并的规模庞大。卡明退休了，斯坦伯格仍然担任董事会主席，杰富瑞集团的老大里奇·汉德拉（Rich Handler）现在也是莱卡迪亚的掌舵者，而杰富瑞已经成为莱卡迪亚的重要组成部分。因此，除非你喜欢杰富瑞，否则也不要买莱卡迪亚，或许传统的莱卡迪亚文化仍将继续，但我心存怀疑。

- 汽车地带（AutoZone， AZO）。我以前曾写过汽车地带相关的文章。该公司有一个庞大的激励计划，所有激励指标——资本回报率、每股收益、股东总回报——与股东利益完全一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，毫不奇怪，公司的CEO热衷于回购。汽车地带的股票份额在过去约13年里下降了近75%，股东的年复合收益率为21%，而整个市场的年复合收益率为3%。（这个例子与东维尔对IBM和回购的反对意见相反，我们将在第十一章中更详细地讨论回购。）

最后，桑代克提到一个听上去很熟悉的人，但我不能把他放在第一位：

- 星座软件公司（多伦多证券交易所上市，代码CSU）的马克·伦纳德（Mark Leonard）。桑代克将这家企业称为“一家小而优秀的加拿大公司”，然后我忽然想到了，我知道我在哪里读到过这家公司：在东维尔的ROE报告中，我翻出东维尔的笔记，这里是其中的一段摘录：

> 我是技术公司的粉丝，我们常年经常关注的两家公司是星座软件和笛卡尔系统集团公司（Descartes Systems），两家公司都是非常成功的软件公司，因此他们在开发和销售方面都获得了高分。但我们选择持有星座软件而不是笛卡尔系统，因为我们认为前者是更好的资本配置者。经我们测算，星座软件的股东权益回报率常常是笛卡尔系统公司的3倍，星座软件优越的资本配置策略使其在长期股价表现方面显著超过后者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自2007年上市以来，星座软件从每股约24加元增长到了322加元，股价上涨了13倍。在同一时间，笛卡尔系统股价只上涨了4倍。

加拿大《环球邮报》的乔·齐德利（Joe Chidley）在2014年4月写了一篇关于首席执行官马克·伦纳德的文章（“星座软件难以捉摸的CEO”）。他写道，伦纳德“常被人拿来与沃伦·巴菲特和普雷姆·沃特萨（Prem Watsa）（费尔法克斯金融控股公司总裁）相比。” 伦纳德还为另一位在某家上市公司取得巨大成功的匿名人士管理着大笔资金。

费尔法克斯金融控股公司是一个丹纳赫式扩张的公司，它收购了很多公司，重整之后将现金流再投资。市场上从来不缺收购目标，仅在2013年它就进行了30次收购。而公司的数据库中还有10000个收购目标。

伦纳德也是一个大股东，拥有价值超过4亿加元的股份。“他很注重保护股东的利益，”《环球邮报》文章指出，“自2007年以来，星座软件没有发行过一份股票。”

这是一个令人难以置信的故事。如果桑代克的书有第二辑，星座软件无疑将是一家有价值的局外人公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是桑代克说不会有第二辑了。这太遗憾了，我们将无法阅读桑代克对下一批局外人的分析，但我们可以投资于他们。

[1] 本书英文名为The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success。由于本书中文版已公开出版，此处采用了中文版书名。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　　18000倍股的秘密

如果人们不如此经常犯错，我们就不会那么富有。

——查理·芒格

我在奥马哈港口与超过四万人一起参加伯克希尔的年会，同时也庆祝公司成立50周年。

沃伦·巴菲特（84岁）和查理·芒格（91岁）主持了活动，这两位投资界的超级巨星回答了现场听众的问题，并且一一发表了意见。对于任何投资者，无论你如何看待沃伦·巴菲特这个人，都应当学习伯克希尔·哈撒韦公司。

该公司股票上涨了18000多倍，这意味着在1965年投入的10000美元在50年后变成高得离谱的1.8亿美元。

以这位传奇投资者如何做到这一点为主题的书已经足以塞满一间微型图书馆，最新的一本是埃琳娜·奇科娃（Elena Chirkova）所写的《巴菲特投资哲学》。

奇科娃的书值得大家关注，因为她用俄语写作并在俄罗斯出版，现已成为畅销书。奇科娃本人是莫斯科一位金融学副教授。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于巴菲特很难再找出什么新东西，但她完成了一项伟大的工作，找到了一个大多数人都忽视了的关键问题，那就是伯克希尔公司对杠杆的使用。

“伯克希尔的资本结构中杠杆率平均为37.5%，” 奇科娃写道。这个数据让大多数人感到惊讶。

公司的杠杆主要来自保险销售，巴菲特过去拥有，并仍然拥有保险公司，这是伯克希尔业务的很大一部分。作为保险人，保险公司先行收取保费，然后再支付索赔，在这期间，公司可以将这笔钱用于投资，赚到的任何收益都归自己所有。

如果你的保费超过支付的索赔，超出的部分则归保险公司所有，这就是承保利润。

每个人都知道这个故事：巴菲特将保费收入进行投资。但人们可能不知道的是，这种资金来源的成本有多低。书中一针见血地指出：巴菲特始终以低于美国政府的利率借款。

这怎么可能？如果保费超过预期赔偿额，那么巴菲特实际上是在以负利率借款，他收取保费，进行投资，并且保留了所有的利润。当他还钱（支付保险赔偿）的时候，他偿还的金额经常比他借入的还少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据一项研究，从1965年开始，伯克希尔在47年中有29年的借贷利率为负，奇科娃引用另一项研究显示伯克希尔的借款成本平均为2.2%，比同期国库券的利率低三个百分点。

这是伯克希尔成功的关键，如果你全部资本中有接近40%几乎是免费的，公司很难做不好。这并不意味着保险是通往财富的通行证，伯克希尔公司对承保何种风险非常明智，当风险和收益变得不利时，它必须收缩业务，它确实也经常这么做。

以国民保险公司（National Indemnity）为例，它是伯克希尔最老的子公司， 1986年，国民保险收入了3.66亿美元的保费，然而从1989年到2000年，该公司从未收到超过1亿美元的保费。

正如奇科娃写道：

> 1986—1999年的保费收入下降，并非因为无人投保，如果公司愿意降低保险费标准，伯克希尔可能会收到数十亿美元的保费。然而，公司基于利润目标来确定保费标准，而不是通过降价与其他保险公司竞争。伯克希尔从来没有离开过客户，是客户离开伯克希尔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当机会合适时，国民保险进入市场，在2003年和2004年，它每年带来超过6亿美元的保费。

让一个“正常”的保险公司这样做是多么困难，这一点我怎么强调也不为过，想象一下会有多少公众股东向管理层反映，“这个业务好几年没有增长了！”

正如伯克希尔副主席查理·芒格在最近的一封年度信中所说的：“伯克希尔在保险业的出色成果不是一个自然的结果。通常，即使管理得很好，灾害保险业务也只能收获平均的收益，这样的结果百无一用。”

所以，总结一下，伯克希尔的成功主要有以下三个关键要素：

1. 巴菲特用别人的钱来赚钱；

2. 他经常以负利率借钱，并且平均来说，支付的利率远低于美国国债的利率；

3. 为了保持低利率，需要在风险和收益对比不合适时退出市场。

我不知道为什么没有更多的人试图效仿伯克希尔，看上去，有了成功的经验，应该有更多的公司像巴菲特一样利用保费进行投资，但是大多数保险公司只是把自己的保费收入投资于债券，并且努力与其他保险公司在保险费率上竞争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界上只有一位沃伦·巴菲特，这是真的，运气扮演着重要的角色，这也是真的，因为运气总是必须的。即便是芒格也承认伯克希尔的成功是如此伟大，他怀疑如果让巴菲特回到年轻的时候并给他一点资本基础，巴菲特本人是否可以重新创造出这些。

即使如此，芒格写道："我相信伯克希尔体系的不同版本在其他地方应该得到更多的尝试。"

我也持有同样的观点。 18000倍的收益高得吓人，让人难以想象，或许没有公司能与之匹敌，但又如何呢？难道100倍股就不好吗？而且它们就在那里。

未来20年的伯克希尔·哈撒韦

现在我们已经分析了投资的黄金标准，接下来的问题就是，有没有可能存在其他的伯克希尔·哈撒韦公司？我们下面分析控股类公司。

对于一家上市的投资控股公司，当遇到合适的机会时，其管理团队有很大的投资自由权。他们可以投资控股公司内部的企业，也可以投资外部公司，他们可以投资公众公司或私人公司，甚至可以投资其他行业的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最好的例子是上述沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司，它持有一些公开上市公司的股票，比如可口可乐和IBM；同时它也完全控股一些公司，如盖可保险公司（GEICO）和喜诗糖果（See’s Candies），公司投资的范围覆盖从保险到零售的多个行业。

伯克希尔·哈撒韦公司是投资控股公司的典范，自1965年以来，其股价的年复利增长率近20%（从而造就18000倍股的神话）。还有其他类似的公司，其中一些我们之前已经提到：莱卡迪亚控股公司，洛斯集团，布鲁克菲尔德资产管理公司和费尔法克斯金融控股公司。这些公司都极负盛名，有着连续数十年战胜市场、为投资者创造复利收益的记录。

如果你在二三十年前把钱投入这些公司中的任何一家并长期持有，你会非常幸运。我们现在都知道这些名字，但是，如何找到下一代的优秀控股公司呢？如何找到未来20或30年的伯克希尔·哈撒韦呢？

这无疑是一个令人兴奋的课题！

我最近跟一位基金管理人——林德赫斯特联盟基金（Lyndhurst Alliance）的托德·彼得斯（Todd Peters）交流，他正致力于这样一个项目，并已经确定了113家候选公司，他还设计了一个投资组合策略，你可以跟着他投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从与托德的谈话和他的研究中我获得一些启发，在这里跟大家分享。

托德告诉我，“我现在想做的是，找到我认为有能力实现自我成长，或者与过去30年中伯克希尔·哈撒韦经营方式类似、并且表现出同样收益模式的，规模较小并且还不太出名的公司。”

二十年来，他一直以咨询者的身份对基金经理进行专业研究，控股公司的领导者本质上是在他们的投资方面具有结构性优势的资金管理者。与共同基金经理必须应付随时发生的现金流入和现金流出不同，他们的资本是无限期的。控股公司还设立企业，而不仅是买卖股票，这是托德真正感兴趣的地方。

托德对自己的研究课题充满激情和热情，显然这不仅是一个工作或营销噱头，他知道控股公司的历史，并对它们进行了严谨的研究。托德以金融家托马斯·福琼·赖恩（Thomas Fortune Ryan）（1851—1928年）来命名他所构建的以控股公司为核心的投资组合，将其定名为T. F. Ryan投资组合。

赖恩被很多人认为是第一家美国控股公司大都会牵引车公司（Metropolitan Traction）的创建者，这是一个白手起家的故事。赖恩出生在一个贫穷的家庭，然而，当他去世的时候，他是美国排名第10的富翁，拥有大约2亿美元的财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我用空闲时间研究了从19世纪60年代到20世纪20年代的金融家”，托德说。每次来到一个城市，他总是喜欢寻找是否有可以访问的名门望族，去了解谁在那个城市创造了财富。

“我从年轻时就开始研究这些家伙，”托德告诉我，“我知道范德比尔特（Vanderbilts），洛克菲勒（Rockefellers）和卡内基（Carnegies），但现在我正在寻找并不那么知名的二线、三线甚至四线人士。对我来说，这些人中一定会有人成就了最令人难以置信的故事。”

并不是所有的这些故事都有美好的结局。这些人中有些赚过大钱，也有人曾亏得一塌糊涂，所以学习他们你能得到很多的教训。托德认为历史上有五个人（或组合）是控股公司的典范。按时间顺序，赖恩排在第一位。来自克利夫兰的范·史维陵根（Van Sweringen）兄弟紧随其后，他们曾经一度拥有美国大部分的铁路轨道，但在大萧条时期破产，他们的控股公司最终成为阿勒格尼公司（Alleghany）——现在市场上另一家模范控股公司。

接下来是加拿大金融家艾萨克·沃尔顿·基拉姆（Izaak Walton Killam），在他1955年去世时，位列加拿大富豪榜榜首。第四位是被施格兰公司（Seagram）解聘的布朗夫曼（Bronfman）兄弟，他们的控股公司埃德尔集团（Edper）收购了布拉斯甘集团（Brascan），最终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为了布鲁克菲尔德资产管理公司（在20世纪80年代，埃德尔集团控制了多伦多证券交易所15%的股票）。前五人中的最后一人是阿尔伯特·弗雷尔（Albert Frère），他目前是比利时最富有的人，控制着格鲁普-布鲁塞尔-兰伯特投资公司（Groupe Bruxelles Lambert，GBL）。

“这五家控股集团对我如何看待控股公司产生了重要影响，”托德说，“这些公司历经了19世纪80年代至今的漫长时期。”他认为研究历史是有裨益的，因为它表明好的控股公司是企业建设者。

他指出，财富创造——真正的财富创造，“并非是那种总是坐头等舱的财富，而是捐建一座以自己名字命名的图书馆这类的财富”——这些财富来自于拥有、经营和建设企业以及长期的坚持。“这就是我从布鲁克菲尔德，洛斯集团和莱卡迪亚控股公司身上所学到的。”

2000年，当他第一次遇到阿尔伯特·弗雷尔时，托德开始投入热情建立自己的控股公司名单。当时， GBL的市场估值仅基于其持有的公开上市公司股权，但它拥有德国传媒公司贝塔斯曼（Bertelsman）25%的股份，那时贝塔斯曼还是一家私人公司，如果该公司上市， GBL市值将是现在的三倍。由于拥有多家公司，因此这些控股公司可能很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复杂，他们不易归入某种具体的华尔街投资风格，并且很大程度上不受资金追捧，这就形成了低价买入的机会。

托德开始寻找更多类似GBL的企业，多年以来，无论何时，每当他看到关于集团或控股公司的故事或文章，他就会将其添加到自己的数据库中。 2007年，他开始更加认真地考虑，如何将这一想法转变为完整的投资策略。当时，他的数据库中大约有50家企业。从那以后，随着不断的发现，数据库中企业的数量也在不断增加，现在已经达到113个。这个群体表现出有趣的特点。

“北美洲只有18家（其中12家在美国），大部分的股票都在美国之外。”托德说除非美国股票大跌，否则他不会投资美国股票。因此， T. F. Ryan投资组合一开始就是一个关注美国之外市场的国际投资组合，投资对象包括瑞典的金纳威克投资公司（AB Kinnevik），法国的博罗雷集团（Bolloré），加拿大的邓迪公司（Dundee Corp.）和香港的第一太平洋公司（First Pacific Co.）。

托德喜爱待开发市场，但是他还没有准备好投资一家总部设在哈萨克斯坦等国家的控股公司，尽管他对这一市场有信心。相反，他更愿意持有总部位于发达市场并在待开发市场和新兴市场开展业务的控股公司。这样，至少在控股公司层面，他仍然能够享受成熟资本市场的好处，也方便获取相关财务数据和信息披露等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

托德的投资理念与本书的主题是一致的，例如，托德寻求以各部分价值之和一定折扣的价格购买控股公司，他还寻找内部人持有高比例股权和业主经营者的治理结构，他更喜欢稳健的资产负债表和低债务水平，这些只是托德寻找企业时采用的诸多特征中的一部分。

伯克希尔·哈撒韦公司证明了一家控股公司可以实现股价上升至100倍——我相信还会有更多这样的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　战略大作战：下大赌注

我无法同时参与50或75件事情，这是一种诺亚方舟式的投资——以这种方式你最终得到的是一个动物园，我喜欢把大笔资金放在少数几件事上。

——沃伦·巴菲特

托马斯·菲尔普斯写道，“不要太关注小利益，”这种观点希望人们将资本集中在可能获得百倍回报的股票上。你肯定不想最后持有的是动物园式的股票组合和一个平庸的结果。

在本章中，我们将探讨投资组合集中度的问题。

在苏黎世ValueX会议[1]上，彼得森资产管理公司（Peterson Capital Management）的马特·彼得森（Matt Peterson）提出了“凯利准则”，这可能有点数学化并且不一定可靠，但基本的思想很简单：在你最好的想法上下大赌注。

这一切都要从一位名叫小约翰·L. 凯利（John L. Kelly Jr.）（1923—1965年）的人开始讲起。

凯利是得克萨斯人，第二次世界大战期间做过海军飞行员，并且是物理学博士，他曾就职于传说中的贝尔实验室，在那里获得灵感，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并于1956年提出所谓的凯利准则。威廉・庞德斯通（William Poundstone）的专著《财富公式》（Fortune’s Formula）对此事有很详细的描述。

凯利找到了下面这个问题的答案。假设一个赌徒得到了一些关于本场赛马结果的小道消息，消息并非100%可靠，但这些信息确实让他有了一定优势。假设他可以和其他人一样按照同样的赔率下注，他应该投入多少钱？

凯利的答案简化成一个冒险者版本的爱因斯坦质能方程（$E=mc^2$）：

F =预期利润率/赔率

F代表下注金额占全部资金的百分比，比如在肯塔基赛马中，你以5∶1的赔率下注赌赛马“大布朗”会赢，这意味着，如果你下注1美元，并且大布朗赢了，你将会赢得5美元（另外，你下注的1美元也可以拿回来）。在这里，赔率等于5。

那么预期利润率是什么意思？你的内线告诉你，“大布朗”有1/3的机会获胜，这意味着你投注1美元将有1/3的机会以6美元结束（5美元加上你初始下注的1美元）。平均来说， 1美元赌注的预期价值为2美元，净利润为1美元，你的预期利润率是你的预期净利润除以你下注的大小（即1美元）。在这里，预期利润率等于1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把这两个参数都代入公式，凯利说你应该将20%的资金下注在“大布朗”身上。

如果你没读懂数学公式，也不用担心，公式的目的是找到最佳的赌注数额，简单来说就是：当你有一个好项目时，加大赌注。

正如你所想，这对投资者会有帮助，因为他们也面临同样的问题：我在一只股票上应投资多少？

凯利的公式为你提供了一种解决该问题的客观方法，但公式也有其扭曲之处。一方面，公式是贪婪的，庞德斯通写道：“为了实现更高的财富高峰，它鼓励人们始终承担风险。”这是为了最快地达到最大化目标，但这个目标并非适合每一个人。

然而为了防止破产它也是保守的，正如一位教授所说，它有一个“自动内置的……密闭的生存动机”。即使如此，它仍可能对资产造成巨大冲击，正如你从“大布朗”例子中看到的，如果你失败了——你将失去20%的资金。这使得一些人尝试通过采取“半凯利”的方式来缩小每一次的损益，换句话说，如果公式表明你应该把你账户的20%放在一个股票，你放一半也就是10%。

我喜欢“半凯利”，因为它大大减少了波动而不会牺牲多少回报。庞德斯通说，使用传统凯利公式如果能获得10%的回报率，那么使用半凯利公式后，回报率变成了7.5%。但是请注意：下注者在实现资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金翻倍之前，全凯利策略损失一半资金的可能性有1/3，而半凯利策略损失一半资金的可能性只有1/9。

该公式的含义远远超过了我在这里分析的内容，过去几十年里，它在喧闹的学术圈中引起了很多争议。（参考庞德斯通的书，书中对于相关的辩论有很好的描述。此外，迈克尔·莫布森在2006年的一篇题为“规模很重要”（Size Matters）的文章中有一个简要的讨论，你可以在网上找到免费的版本。）

对我来说最大的障碍是在股票市场中，你不能确切地知道你的赔率或预期利润率，你必须猜测。

然而，这个想法是诱人的，爱德·索普（Ed Thorp）将这一公式用于其对冲基金普林斯顿/纽波特（Princeton/Newport）。该基金始于1974年，在将近30年里平均回报率达到19%且没有一年是亏损的，很难判断这样的业绩在多大程度上归功于凯利公式，多大程度上归功于索普自己的天赋。

索普的例子不是个例，许多伟大的投资者似乎都在不知不觉中使用凯利公式。我们回到马特的演讲，他展示了一张极好的幻灯片，我将其复制如下。（这些数据是截至2014年年底基于公开资料整理所得，由于某些限制，表中数据可能并非准确的资产组合构成，例如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者不必披露外国上市股票和其他头寸，但是它让你大致了解基金经理在所披露股票上的集中程度。）

你会看到一些杰出的投资者以及他们如何在最好的想法上加大赌注，这些投资组合看起来很像凯利的公式推出的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯利的信徒?

包普斯特基金（Baupost）**：赛思·卡拉曼**（Seth Klarman） 93%的投资组合集中在10只股票上 14%的资金投资于美光科技（Micron Technology，MU） 7%的资金投资于钱尼尔能源公司（Cheniere Energy Inc.，LNG）	**海曼资本**（Hayman）**：凯利·贝斯**（Kyle Bass） 投资了6只股票 46%的资金投资于通用汽车（GM） 21%的资金投资于国星房贷（Nationstar Mortgage，NSM）
爱德华兰伯特投资公司（ESL Investments）**：埃迪·兰伯特**（Eddie Lampert） 投资了4只股票 55%的资金投资于希尔斯控股（Sears Holdings，SHLD） 24%的资金投资于汽车王国公司（AutoNation，AN）	**帕波莱投资基金**（Pabrai Funds）**：莫尼什·帕博莱**（Mohnish Pabrai） 投资了7只股票 24%的资金投资于马头控股（Horsehead，ZINC） 22%的资金投资于通用汽车（GM）
费尔法克斯：普雷姆·沃特萨 98%的资金投资于10只股票 35%的资金投资于Resolute林产品公司（Resolute Forest，RFP） 31%的资金投资于黑莓公司（BBRY）	**潘兴广场资本管理公司：比尔·阿克曼** 投资了7只股票 40%的资金投资于艾尔建公司（Allergan，AGN） 20%的资金投资于加拿大太平洋铁路公司（Can. Pacific Railway，CP）
费尔霍姆基金（Fairholme）**：布鲁斯·伯克维茨**（Bruce Berkowitz） 持有8只股票 22%的资金投资于美国银行（Back of America，BAC） 13%的资金投资于希尔斯控股	**罗斯公司**（WL Ross&Co）**：威尔伯·罗斯**（Wilbur Ross） 持有4只股票 54%的资金投资于导航控股（Navigator Holdings，NVGS） 17%的资金投资于EXCO资源公司（EXCO Resources，XCO）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，我并不相信他们当中真的有人在决策过程中利用我之前向你展示的“预期利润率/赔率”公式来确定投资金额，但就像我听说过的明尼苏达胖子传奇（一款桌面台球游戏）和物理的类比，当游戏中的胖子调整角度准备击球时，他并没有使用物理学中的公式，但物理学的原理仍然在起作用，只是游戏中物理学原理内化在经验中了。

对于这些超级投资者，我们也可以说同样的话。使用预期利润率和赔率的原则是他们决策中的一部分。

马特的幻灯片表明了这一点，其中的数据令人吃惊。要想最大化收益，学习这些成功的例子能让你做得更好。反过来，你也可以看看那些不成功的投资者是怎么做的。典型的共同基金持有大约100只股票，没有哪只股票具有举足轻重的地位（或长时间持有），大多数基金都是对市场的低水平复制。

正如巴菲特所说，拒绝诺亚方舟式的投资方式。看起来很多伟大的投资者也是这样做的，我也试图在我自己的投资组合中这么做：关注较少的股票，并专注于最好的想法。当你找到了自己的百倍股，你一定希望它在投资组合中占有重要位置。

[1] ValueX会议最早于2011年在瑞士克罗斯特召开，参与者主要是价值投资者，他们在会上讨论投资理念。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　　股票回购：加速回报实现

什么是“唐提（tontine）式养老金制”？

如果你认为“唐提”是一种丰盛的法国糕点，那么你说对了一半，它确实源于法国，但是“唐提”不是糕点。

相反，这是一种积累财富的手段，它既似合法又似非法。但首先我想告诉你的是，有个名叫洛伦佐·德·托蒂（Lorenzo de Tonti）的人，这个词正是源于他。

让我们在想象中来到这样的场景。时间是1652年，地点位于波旁府统治期间的法国，国王路易十四在位，法国国库空虚。

同时，法国与西班牙之间正在交战，国王需要大笔金钱来维持国家运转。

他邀请来自那不勒斯的银行家洛伦佐·德·托蒂来到他颓废的宫廷。托蒂带来了一个想法。

“我们让公民投资股份于一个政府经营的资产池，我们将定期从池中给他们分发红利，但是他们不能转让或出售自己的股份，当他们去世的时候，将失去了自己的股份，而我们则将其注销。”托蒂眯着眼睛，若有所思地捋着一撮胡子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“然而，”托蒂继续眯着眼，“无论还剩多少股份，我们都承诺支付相同的数额，所以当有股东死亡时，剩余的股东从资产池中获得的收益将越来越多。这个奖励将对投资者产生巨大的推动力，并将筹集到更多你需要的资金。”

国王顿时精神振奋。

“当最后一个股东死亡，资产池归国家所有。”托蒂说。国王露出狼一样的笑容，同时贪婪地搓搓他的手。托蒂的计划服务于国王的目的，然而仔细想想，即使是愚钝的国王也会知道这个计划的最大赢家将是长寿的股票持有人。随着别人的死去，他们将获得越来越多的股息并变得更加富有。

路易十四没有实施托蒂的想法，但是其他人做到了。

我相信如果洛伦佐·德·托蒂看到现代人模仿他的想法时一定会很高兴。

（有人认为实际上并不是托蒂发明了这个点子，有证据表明这是一个源于古意大利的金融计划，而托蒂仅将其带到法国宫廷而已。）

放到今天，托蒂将是CEO （而不是国王）面前的积极进言者，不停地论证着注销股份可能带来的奇迹。而且，当他们有机会在市场上低价买入时，许多百倍股贪婪地回购着自己的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票回购：现代版的“唐提”

股票回购在这样一本百倍股的书中应该有一个单独的章节，因为如果运用得当，回购就可以起到加速器的作用。

回购是指公司购回自己公司的股票，随着一家公司购回股票份额，其未来收益、股息和资产都集中到不断减少的股东手中。

现在有很多公司都在进行回购，在缓慢增长的企业中，这种策略正在成为盈利增长的更重要的驱动因素。

但你必须确实在减少流通股票的数量。

自1998年以来， 500家最大的美国公司回购了约1/4公司价值的股份，但实际流通的股票却在增长，这是因为他们制定了慷慨的激励计划，将很多股票分发给了贪婪的高管。

但不要被那些不好的例子所影响，以至于忘记了这一概念中的智慧，有一些公司完美诠释了回购的好处。

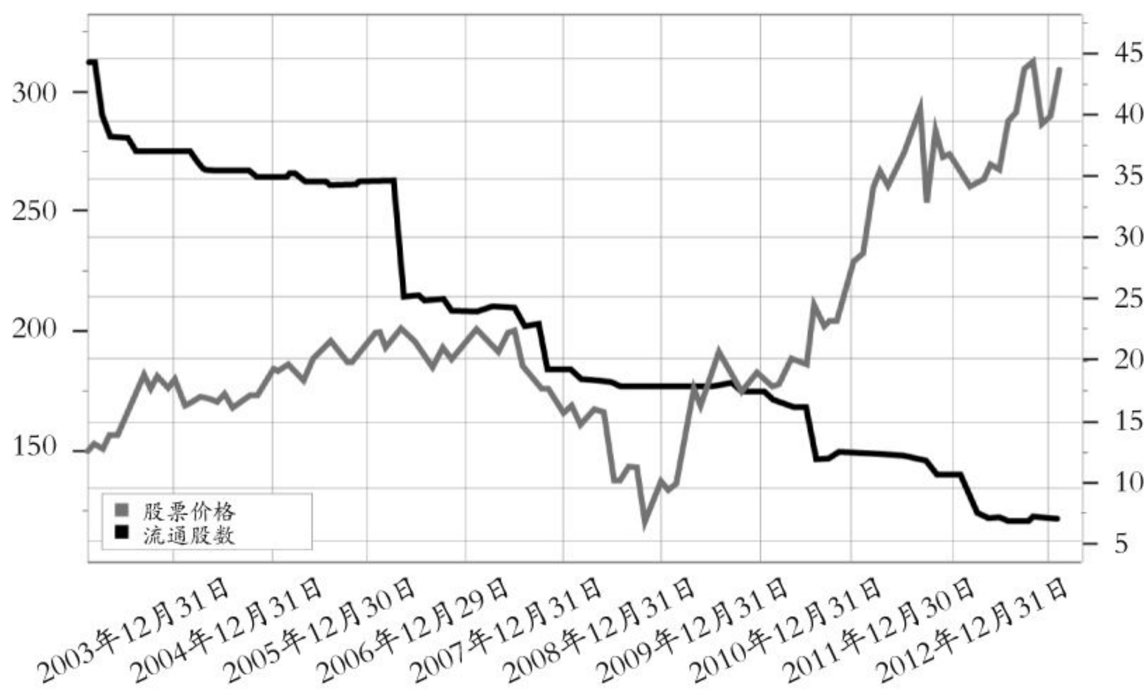
一个例子是汽车王国——我之前提到的经典企业。埃迪·兰普特（Eddie Lampert）在2000年成为公司的大股东，兰普特是一位伟大的投资者，他知道唐提制度的运作，自从他进入公司，汽车王国已经回购了大量的股票，合计有65%的股份已经退出流通。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅是股票回购带来的收益率就达到每年8.4%，正如地平动力公司旗下持有汽车王国公司5%股份的史蒂芬·布雷格曼（Steve Bregman）所言："不论回购的规模还是持续时间都极其异常，人们即将见证，或者说参与公开市场上正在发生的缓慢进行的私有化交易过程。"

回购对公司股票产生了积极的影响，开始回购以来，汽车王国的股票价格已经增长了520%。年化收益率连续13年每年超过15%！下图显示了过去10年的情况，你可以看到股票数量缩减和股票价格激增的对应关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：彭博财经。

同时，兰普特坚持持有公司股票，并不断增加持有量，尽管过去几年调整了持仓，但仍然拥有近53%的股票。

一个持续时间更长的例子是洛斯集团，我很佩服控制洛斯集团的蒂施家族的技巧和耐心，该家族也是洛斯集团最大的股东。洛斯集团一直在回购股票，在过去的四十年里，洛斯集团发行在外的股票总数减少了70%以上，这极大地提高了股票回报，在1961年投资1美元购买洛斯集团的股票，今天价值约1240美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某种程度上，这些公司通过减少股东人数而变得更有价值，这听起来很奇怪，但实质上这就是正在发生的事，胜利者是那些坚持到底的人。

但现在这种做法似乎被滥用了，超过了其应有的广泛程度，正如沃伦·巴菲特在2000年给股东的信中所说：

只有在满足一系列现实条件下，公司回购其股票才是明智之选：第一，公司可用的资金——现金加合理的借款能力——超出了业务的近期需求；第二，基于保守的评估，发现其股票在市场上的交易价格低于其内在价值。

在满足这两个条件的前提下，巴菲特是大力支持股票回购的。从他1980年写给股东的信中可以看到这一点：

这里我必须暂停，讨论一个短期的财务决策。对于我们所投资的企业，有一种使用其留存收益的方式，我们对之抱有特殊的热情，那就是回购企业自己的股票。逻辑很简单：如果一家优质企业在市场上销售的价格远远低于其内在价值，那么对于所有股东的利益而言，利用资本的更确定或更有利可图的方式是什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？当公司购买另一家企业的全部所有权时，公司收购活动的竞争性几乎可以肯定收购方要支付全价，甚至通常为溢价收购。但是，证券市场竞价交易常常使得一家运营良好的公司其交易价格可能只是通过谈判收购另一家具有相同盈利能力的企业的一半（这段话他加上了强调符号）。

如果恰当地实施，回购可以提升复利收益率。

股票回购在最近几十年里才变得更加普遍。因此，在我研究的百倍股中——时间从1962年到2014年——这并不是企业惯常采用的策略。但是正如我们在第八章局外人中看到的那样，那些擅长回购自己股票的人却有了惊人的收获。

这是一条潜在的线索，当你发现随着时间的推移，一家公司流通的股票在不断减少，并且总能以较低的价格购买时，你应该进一步仔细考察，因为你可能找到了一只候选的百倍股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　　将竞争者排除在外

一个真正伟大的企业必须拥有持久的“护城河”，以保护投资资本获取高额回报。

——沃伦·巴菲特

在绝大多数情况下，如果一家公司要成为百倍股，公司需要在非常长的时间内做好一些事情，持久性对于百倍股来说就像杜松子酒对马丁尼酒一样重要。

那么，我们可以通过哪些迹象判断企业可以持续运营20年呢？

这就要回到上面有关护城河的话题。

护城河是为了保护企业不受竞争对手影响，具有持久性的竞争优势（菲尔普斯称之为“门槛”，两者是同一个意思），沃伦·巴菲特普及了这个想法。关于这个话题的文献不胜枚举，在这里我将重点介绍其中的一些，包括曾就职于第五巷资本管理公司（Lane Five Capital）的哥伦比亚商学院校友马修·贝瑞（Matthew Berry）的一份未发表研究，这篇文章给出了一个确定的答案——或者至少是我所看到的最明确的答案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我想起“护城河”时，我想到帕特·多尔西（Pat Dorsey），他是晨星公司（Morningstar）的股票研究主管，目前是森尼贝尔科帕奇投资顾问公司（Sanibel Captiva Investment Advisers）总裁，多尔西写了很多与“护城河”相关的文章，并且在很多场合提到过这一概念。

在他所著的《构建财富的小宝书》（The Little Book That Builds Wealth）中，多尔西用一个类比来说明为什么你应该关注护城河：“对于更耐用的东西付出更高的代价是常识，从厨房用具到汽车到房屋，使用时间更长的产品通常能够收取更高的价格……同样的概念也适用于股票市场。”

更持久的公司更有价值，护城河通过排除竞争对手使公司持久，相比没有护城河的公司，一家拥有护城河的公司可以持久地获得高回报，这也意味着它能够以比竞争对手更高的收益率对所获利润进行再投资。正如你现在所看到的，这是成就百倍股的重要因素。

护城河有各种各样的形式，可以包括下面这些情形：

- 强大的品牌。蒂芙尼（Tiffany’s）有护城河，人们花钱只是为了得到那个蓝色的盒子，即使盒子里的东西在别的地方可能更便宜。“奥利奥”是一个品牌，虽然产品不会溢价出售，但它能激发忠诚并确保经常性的客户，这也是护城河。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 高转换成本。多尔西举了一个很好的例子——银行。某家银行并不比任何其他银行拥有更多的竞争优势，他们都提供相同的产品，而且互联网使得分支机构的地理位置也不那么重要了。然而，你看看数字，人们在同一家银行办理业务的时间可能长达六七年，原因是更换银行让人厌烦，正如经济学家所说的“转换成本”很高。这也是一种护城河。

● 人们享受网络效应。多年以来微软一直拥有强大的护城河，每个人都使用其操作系统，所以你也想使用它的操作系统，人们使用这些产品越多，他们就越喜欢其网络效应。想想推特（Twitter）、脸书（Facebook）和YouTube，竞争对手很难打破网络护城河，这就好像卖出第一部电话机需要付出极其艰巨的努力。

● 你做的东西比其他人更便宜。如果你是低成本的企业，比如沃尔玛，你就有了护城河。盈透证券（Interactive Brokers）比其他所有折扣经纪商都便宜，甚至没有哪家能接近这样的低价，这部分解释了为什么该公司的增长速度是其竞争对手的两倍。这是一种护城河。

● 你是最大的。这会产生规模的内在优势，如果要排除竞争者，“大”绝对是一个优势，想象一下如何才能复制出英特尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或沃尔玛。但相对规模也可以是护城河，如果你只是小出租车车队市场的主导保险公司，像阿特拉斯金融（Atlas Financial），那么你也形成了护城河，因为竞争对手不太可能投入时间和精力到小众市场来竞争。

前文提到的贝瑞在这里提出了一个有趣的问题，即公司相对于市场的规模：“想象一个固定成本高，价格低的市场，价格低至你必须占有55%的市场份额才能保证收支平衡，这样的市场能够维持多少个竞争者？答案是一个，不是两个也不是三个，只能维持一个。”

获得55%市场份额的公司将处于领先地位，它可以制定恰当的价格以将他人排除在市场之外，而自己可以获得良好的回报。“问题在于你要获得足够的市场份额以使别人很难与你竞争”，贝瑞指出。

以上远没有穷尽护城河的含义，公司可以通过很多其他方式（包括一些微妙的方法）设置障碍以使其他公司难以进入。

不管是何种护城河，抽象地谈论都比在现实生活中真正地识别它们更容易。比如说，你很容易说服自己相信蔻驰公司（Coach）拥有护城河，但它真的有护城河吗？另外，竞争对手最终都能找到一条突破各种假设护城河的方法。

伟大的产品本身并不是一种护城河，多尔西使用克莱斯勒面包车的例子进行说明，这是汽车史上第一辆小型货车，销售很好，但是很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快竞争对手就推出自己的面包车。克莱斯勒无法为自己的面包车制定更高的价格，因为没有任何理由表明克莱斯勒面包车比其他车更有优势，因为它没有护城河。

有时这类问题会比较棘手。在他的书中，多尔西将卡卡圈坊（Krispy Kreme）作为一家没有护城河的公司，这家公司生产甜甜圈，但这种产品的消费很容易转移，卡卡圈坊无法为自己的甜甜圈制定高价。但有些人确实很喜欢卡卡圈坊的甜甜圈——包括我自己，所以如果可以选择，我会选卡卡而不是邓肯的甜甜圈。因此对于它有没有护城河的说法我并不确定。现在你明白为什么说明确地界定护城河有时是很困难了吧？

另一方面，虽然还有很多其他饮料可以选择，但大多数人还是认为可口可乐有护城河。对于可口可乐来说，最好的顾客就是当他们想喝饮料的时候除了可口可乐其他什么也无法满足他们的要求。可口可乐的品牌世界闻名，可口可乐产品几乎遍布全球各个角落，可口可乐存在护城河（或许说“曾经存在”更合适，因为有证据表明可口可乐正在失去其护城河）。

红辣椒墨西哥风味餐厅是一家连锁快餐店，在13年内从0开始发展到500家，它制作新鲜的墨西哥食物。正如投资者莫尼什·帕伯莱（Mohnish Pabrai）写道：“红辣椒有一种持久的护城河，这使得像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我这样的客户源源不断地前去就餐而不在乎需要等待多久。这一护城河使得红辣椒有能力赚取超额利润。”

“超额利润”是一个有趣的词，它更靠近什么是护城河以及为什么护城河如此重要的核心。

多尔西还认为伟大的管理本身不是护城河，你肯定听到过沃伦·巴菲特的那句话：“当有卓越声誉的管理层遇到一家有着糟糕声誉的公司时，公司的声誉还是会保持不变。”记住这句话，因为事实就是如此。

正如我提到的，护城河也不是永久的，竞争对手最终会找到进入的方式。在帕伯莱（Pabrai）的书《憨夺型投资者》中，他引用了Delta，Gateway和通用汽车公司的例子，因为这三家企业曾经都有很坚实的护城河。然而他们现在都失去了护城河，原因之一是管理团队可能犯错误并毁掉了品牌，新可口可乐没有原来那么好，正如我们在前面的章节中看到的，企业的寿命正在持续缩短。

莫布森谈护城河

瑞士信贷（Credit Suisse）的策略分析师迈克尔·莫布森在护城河问题上也做了一些很好的研究。他曾撰写过一份题为“度量护城河：评估价值创造的规模和可持续性”（Measuring the Moat:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Assessing the Magnitude and Sustainability of Value Creation）长达70页的相关报告（你可以在网上找到免费版本）。

莫布森考察了全球68个行业，样本规模超过5500家公司，他发现一些行业在创造价值方面比其他行业做得更好，例如航空业是一个高收益的行业，纸业和林业产品则往往利润微薄。事实上，金矿开采也是另一个由于糟糕的资本收益而臭名昭著的行业，不过他没有提到。

但也有相当不错的行业，通讯设备便是其中之一。尽管如此，在这些行业中也有赢家和输家，正如莫布森所指出的：

> 我们观察到的最主要结果是，即使在最好的行业里也有毁灭价值的公司，最糟糕的行业也有创造价值的公司。一些公司的存在给所处行业造成剧烈震动，让我们能够更好地理解影响经济绩效的潜在因素。行业本身并不决定企业的命运。

知道这些无疑是有帮助的，因为一些投资者会完全回避一些行业，比如航空公司。这对投资者是不利的，因为有很多方法在航空业赚钱。

莫布森建议创建一个行业地图，其中详细描述了某个行业的所有参与者。以航空业为例，这就包括飞机租赁公司（如航空租赁公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Air Lease），飞机制造商（波音公司），飞机零件供应商（B/E航空， B/E Aerospace）等。这也许超出了个人投资者的能力范围，但即使你不太可能制作出自己的行业地图，它仍然是一种有用的思维模型。

莫布森的目标是找到某个行业中的利润爆发点，这些利润聚集环节需要投资者花费精力重点关注。例如，飞机租赁公司有着良好的回报，旅行社和货运承揽公司回报甚至更高。

莫布森的行业分析还表明行业稳定性是决定护城河持久性的另一个因素，“一般来说，”他写道，“稳定的行业更有利于持续的价值创造，不稳定的行业存在巨大的竞争挑战和机遇。”

饮料行业是一个稳定的行业，随着时间的推移只是缓慢地发生趋势变动，人们对苏打水的需求不会因互联网而消失。相比之下，智能手机则是一个非常不稳定的市场，黑莓智能手机在几年内从市场领导者沦落到落魄的地步。由于百倍股的成熟需要时间，莫布森的研究表明，你最好在那些不太容易受到竞争格局彻底变化影响的行业中就业。

但是，我们更经常面对的是不断缩短的企业生命周期。莫布森写道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瑞士信贷的研究表明，只有不到50%的上市公司存活时间超过十年，我们对BDS数据的分析也表明企业存活率很低。如今的比率与1977年相似。最新数据显示，企业一年存活率约为75%，五年存活率约为45%。

这些都表明找到一种坚实护城河的重要性。

上述就是关于护城河的理论与实证研究的要点，其实还有很多内容可以展开。作为投资者，我们可以以抽象的方式思考护城河相关的问题，但一位分析师发现了我们可能更青睐某种类型公司的经验证据。

克服均值回归

从本质上来说，护城河是公司战胜均值回归的一种方式，均值回归就像一股强大的市场力量将一切拉向平均水平。 如果你赚取了超额收益，均值回归表明随着时间的推移，你的收益会下降到平均（或中位数）水平， 如果你获得的收益很低，均值回归表明随着时间的推移，你的收益会上升到平均水平。

均值回归反映了市场的竞争性，表明人们总是在作出反应和预测，并努力赚更多的钱。市场上随时会发生自然的洗牌，因为人们不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断创造新产品和新业务，而旧业务随之关停。市场上的资本四处寻找机会，为那些有前途的创业企业提供资金，从那些缺少吸引力的企业退出。市场竞争的版图总是在不断发生变化。

不管怎样，我们没有必要解释均值回归到底是怎样发生的。我们从数据中看到了这一事实。

在这里，我们转到前面提到的马修·贝瑞（Matthew Berry）和他未发表的论文“公司收益中的均值回归”（Mean Reversion in Corporate Returns），他的研究涵盖了从1990年到2004年的15年时间，包括主要位于美国、英国、加拿大、德国、法国、意大利和西班牙的4000家最大的公司。

“均值回归是一个有充分证据的现象，”他写道，“均值回归由回报的趋势驱动，平均而言企业的收益向均值回归，但并非所有企业都如此。一些公司总是持续地保持高收益，另一些则持续地保持低收益，而有些公司则发生了变化。”

这里有一些有趣的现象，均值回归并非对所有公司都产生同样的影响，那些持续表现优异的公司有什么共同点？

“业绩优秀”指的是那些能持续获得高投资回报（ROIC）的公司。贝瑞将公司的税前利润除以其平均资本来度量公司的业绩。但他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将该指标分解，以观察ROIC的各种驱动因素，如增长、利润率及其他因素。

虽然许多变量非常不稳定并且表现出均值回归的特征，但贝瑞发现毛利率“具有惊人的稳定性，并且对均值回归的趋势没有实质性影响”。

贝瑞进行了各种检验，但在这里我只列出其主要结论。贝瑞写道：“高毛利率是影响长期业绩最重要的单一因素，毛利率水平让公司‘钉住’某一业绩水平，规模和业绩历史同样也是重要的影响指标。”

“钉住”意味着如果一家公司一开始就有着很高的毛利率，它倾向于保持这一水平。相反，如果公司一开始毛利率就很低，它也倾向于保持低水平。用统计语言来说就是毛利率水平具有持续性。

贝瑞认为毛利率指标很好地描述了相对于提供商品所需的投入成本人们愿意支付的价格。这一指标衡量了顾客的附加价值。不是每家公司都有着很高的毛利率，“亚马逊就很平庸，”贝瑞在给我的电子邮件中指出，“但是很明显，亚马逊所提供的附加价值在于更多选择和其便利性，而不是在商品本身（这些东西也可以在任何地方找到）。但如果你在一家公司的商业模式中找不到该公司是如何以及在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哪里为客户增加价值，那么你可以确定它不会是一只百倍股，除非它发现了油矿！”

贝瑞的研究中还有其他的发现支持上面的观点。首先，应该知道毛利率和经营利润率之间的差额是费用，也经常被简写为SG＆A，包括销售费用、一般费用和行政费用，换句话说就是管理费用。

这些经营费用可能会波动，当绩效不佳的公司得到改善时，这些通常是你看得到的改善之处。换句话说，如果毛利率存在刚性并能够持久，那么优秀的潜在候选者应该是那些毛利率高而经营利润率低的公司，经营利润率比毛利率更容易改善。

而大公司倾向于巩固自己的优势，“大公司能够通过提升SG＆A的效率来更长久地维持高回报，而小公司通常难以做到这一点”，贝瑞写道。

最后，良好的业绩记录是一个有用的指标。赢家往往还会是赢家，这是有道理的，因为良好的业绩通常来自于竞争优势，而这些优势不会“一夜之间消失”。

我无法将贝瑞论文的稳健结论以及其中的很多内容讲得恰到好处，我只是想要得出一个有助于寻找百倍股的关于护城河的结论。

我如是总结：企业拥有护城河是很好的，但真正的护城河并不多见，而且通常不容易识别，因此，你应该在企业经营中寻找清晰的护

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

城河标志——如果护城河不清楚，你可能只是在欺骗自己——如果你想在公司的财务报表中找到有关护城河的证据，那么有一点很明确，毛利率相对于竞争对手来说越高越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章　　与百倍股有关的各种心理活动

在詹姆斯·瑟伯（James Thurber）的《不要自寻烦恼》（Let Your Mind Alone!）一书中，“多样化的心理活动”这一章很详细地阐述了本书这一章想要表达的观点。他写道：

> “当再次翻阅我最近在图书馆里阅读的有关心理技术的书本时，我突然发现自己曾用铅笔将一些启发性的段落标注出来，但是出于某种原因，这些内容不能填充进我之前写的章节。我决定把各式各样的问题放在这一章，并按照我阅读的顺序将这些丰富的内容列示如下。”

本书这一章也是有关百倍股的“多样化的心理活动”。它并不一定适合所有的情况，并且我们也没有依据重要性来排列先后顺序。我喜欢菲尔普斯著作的原因之一是他把大量从一手资料和经验中得到的众多投资智慧列入书中的方式。

在我看来，一本有关百倍股的书必须采用这种形式，因为很多的投资是定性的，并未基于任何的公式。另外，实现100倍的回报意味着你必须保持某种特定的心态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现100倍的投资回报意味着你不应该太过关心美联储将要采取的行动，意味着你不会因为喜欢某只股票的技术图形而买入（因为也许下个月的图形可能就会给我们一个完全不同的信号）。关注于这些事情会使得我们分神。投资百倍股意味着你必须脚踏实地、稳如泰山。

在这一章中，我有很多投资观点会帮助你培养实现100倍收益所需要的心理状态。

别追逐收益

2014年对于选股专家们来说是最糟糕的年份之一，但几乎所有人都以一种错误的方式来思考这个问题。如果你也这样想，尤其是你因此分心而不去追求实现100倍增长的投资，那么从长期来看这会导致你损失巨大。

首先，在2014年即将结束的时候出现了这样一些迹象：

- 美林证券的研究显示只有不到20%的主动投资管理者跑赢了市场，这是十几年以内的最差投资表现。
- 巴伦周刊的比尔·阿尔伯特（Bill Alpert）说：“只有不到15%的主动投资管理者投资表现超过了他们的基准值。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 宾夕法尼亚大学的研究员丹尼斯·格卢什科夫（Denys Glushkov）表示截至当年9月30日，所有投资于大盘股（例如标普500指数成分股）的共同基金中，只有9.3%的共同基金表现优于指数。之前最差的表现是1995年的12.9%，过去25年的平均表现为38.6%。

格卢什科夫表示2014年很可能会被载入史册。这一年主动型基金（其投资策略与指数基金的被动投资相反）管理者的业绩（扣除费用）是至少从1989年以来相较于指数而言最差的业绩水平。

事实确实如此。

面对这样的情形，人们把钱大量地投资于被动型基金（例如标准普尔指数基金）。几乎所有人都认识到，如果考虑交易费用，那么所有选股专家都不能超越市场。而这一年则是创历史的溃败。

已经有很多文章解释了这次溃败的原因。我并不是真的关注那些评论，因为我们都只是在猜测。但是退一步说，就算知道真相，也并不意味着我们能预测事情什么时候会改变。

因此，这是我的一个建议：不要试图追逐收益，因为随着时间的推移这样做将会耗费大量的财富。

但许多人并不这样认为，大部分人会去追逐收益。以我最喜欢的一份研究报告［作者是达尔巴（Dalbar）］为例，其中描述了在文章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究的时间段内，共同基金的平均收益为每年13.8%。然而共同基金的投资者平均每年收益仅为7%。这是为什么？

因为在基金表现差的时候他们会把钱从基金里取出，等到基金表现好的时候再次买入。投资者们会持续地追逐收益。

我最喜欢举的例子是肯·希伯纳（Ken Heebner）的CGM精选基金。在21世纪的头10年它是表现最好的基金，取得了平均每年18%的回报率，成绩斐然。然而投资于该基金的典型投资者的平均年收益率仅为11%。这是出于同样的原因：当基金某一年收益不太好的时候，人们把钱撤出来，而在基金某一年取得良好收益之后人们又会买入该基金。

我在我的第一本书《像生意人一样投资》（Invest like a Dealmaker）中曾经对此问题给出过建议，为此我给出的建议依旧未变。为了更详细地介绍我的建议，让我们看一下莫尼什·帕伯莱如何回答《巴伦周刊》的提问。

帕伯莱的基金过去十年中平均每年的收益率为10%，超过标普500指数1.5%，但是他今年的投资表现不如指数。《巴伦周刊》中有这样的记录：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 当问到他不尽如人意的表现时，他回答道，“我认为这是一个不相关的数据点，谈论像10个月这样的短暂周期的投资表现是不明智的。我在投资时绝不会想到几个月甚至一年以后会发生什么。”

现代社会24/7[1]的媒体文化有一个根本问题就是所有人在任何时间都不得不说些什么，尽管大部分时间都没什么值得说的。

因此，我们源源不断地收到对于股票、黄金、债券等投资品每一次波动的评论，这些都是毫无意义的。我同意帕伯莱的观点：在如此短暂的时期内谈论收益是不明智的表现。

事实上我的观点更为激进：我认为你根本上就不应该把你自己同标准普尔500指数，或者更广泛的市场进行比较。

我最喜欢的一位投资者马丁·惠特曼（Martin Whitman）曾说过：

> 一些经济学家强烈地相信职业基金经理人的目标应该是打败市场。如果职业基金经理人个体或者集体没有打败市场，那么他们会被视作无用……客气地说，我们认为这个观点非常业余。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是惠特曼和费尔南多·迪兹（Fernando Diz）在《现代证券分析》中表达的观点。我喜欢惠特曼的方法，事实上多年以来惠特曼对我如何思考投资有很大的影响。

惠特曼对打败市场的观点之所以如此鄙视是因为经理人有不同的目标和责任。一个经理人如果管理一份捐赠基金，那么他的主要目标会是安全和收入，而不是资本利得。因此如果这样的经理人采用保守型投资组合，从不错过一次分红，每年能取得9%的收益，那么批评他的表现落后于标准普尔指数就很不恰当。

另外，谁在乎某一年的表现呢？

你必须进行长期的投资。有很多方法，也有很多投资者通过一段长时间的稳定收益战胜市场。关键在于，他们很少能持续地战胜市场。

最好的投资者在30%—40%的时间内是落后于市场的。正如巴顿·比格斯（Barton Biggs）分析超级明星投资者的杰出收益表现之后写道：“没有一个人能一直打败标准普尔500指数的原因或许是没有人认为这是一个首要的目标。”

正如我所说的，长时间来看有很多种方法能够战胜市场。但是其中没有一种方法能够保证持续战胜市场，即使是其中最棒的方法也会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常不敌市场指数的表现。作为个人，你有一种很大的优势就是可以不考虑对于投资基准的追求。

在你看完年度投资结果之后，决定重新改变投资组合之前要牢记我所说的观点。不要去追逐收益！并且不要用标准普尔500指数或者其他的基准来评价自己。只需要把注意力集中在购买正确的股票并且持有上就可以了。

别觉得无聊

人死于无聊。

——拉马尔·瓦纳格姆（Raoul Vaneigem）

记得有一天我一边和朋友共进午餐，一边讨论苏格兰这场决定它们是否脱离英国的全民公投（最终苏格兰人民决定留在英国）。

然后这位朋友对为什么许多人投票选择脱英提供了一种解释：“他们觉得无聊！他们只是希望发生一些事情。”

我不断地想着这件事，越发体会到其中隐含的道理。无聊可以解释很多东西。它可以解释所有的金融行为，并且在市场中绝对存在可以利用的“无聊套利”。

下面我要讲的是对有关无聊理论所做的另类探索。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们从头开始：我的牛津英语词典（是的，我有这部词典的全部20卷）上记载，无聊发明于1768年——不是概念上，而是“无聊”这个词在那一年首次出现在英语出版物上。牛津英语词典是如下定义这个词的：“对冗长的谈话或者只是对无法找到兴趣点而感到厌倦。”

说来也怪，这个词的第一次使用是一个英国人向同行的英国人抱怨法国人：“我很遗憾，我那些新市场的朋友将要厌倦那些法国人。”

无聊（名词）——表示感到无聊的状态——出现得晚得多。在1852年，狄更斯（Dickens）在《荒凉山庄》（Bleak House）中写道：“无聊的弊病。”

作家汤姆·霍奇金森（Tom Hodgkinson）会同意狄更斯的观点。在他的《自由宣言》（The Freedom Manifesto）中，他用了一整章专门描述无聊。他写道：“如果当代科学更加复杂和微妙，那么我绝对有把握它会把无聊列为现代社会的重要杀手之一……如果有一天无聊被发现是致癌原因我一点都不会感到惊讶。”

以一种适当、轻松的心情阅读霍奇金森的书是非常棒的体验。他谈到了现代社会产生无聊体验的所有方式——尤其是在工作中。

有很多机械化的无趣的工作所需要的只是足够的注意力以防止自己进入梦乡，而工作本身却不能真正占据你的大脑。结果，我们普遍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感觉到无聊。人们感到厌烦，他们做各种各样的事情来缓和无聊。他们的行为举止就像白痴，他们的衣着无异于傻瓜。他们会做任何消解无聊的事情，甚至还会做出破坏性的犯罪活动。

在金融市场中，人们经常会出于绝对的无聊而调整自己的投资组合。为什么其他人把钱投进股价只有区区70美分并且事实上完全没有任何机会发展成其他产业的矿业公司。为什么非要努力追逐那些高价的生物科技公司，这些公司荒谬的高股价都建立在脆弱的预期基础之上。

因为人们感到无聊。

在这些投资中亏钱让人感觉很兴奋，这和进入赌场没什么区别。（确实就像赌场一样，这些赌局的赔率设计足以吸引人们再回到这里）人们内心渴望参与这类活动。

为什么朋友买卖股票这么频繁？为什么他们就不能买一只股票然后持有几年时间？（大多数人不会这么做）为什么人们不能采用经过时间检验、更好的方法来积累财富。我相信你现在能猜到我的答案了。

人们经常因为他们觉得无聊就对自己的投资组合做一些愚蠢的操作。他们总感觉自己必须做些什么（我想起帕斯卡说过的一句名言：“所有人的悲剧来源于不能独自坐在安静的房间里”）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我自己也会觉得无聊，但是我无聊的方式跟别人不同。例如，对于我来说，人们花费如此多的时间来讨论美联储是难以置信的。但我那些在媒体工作的朋友以及时事通讯的同事们做的正是这类工作。真是难以置信，难道这些人不觉得无聊么，还是他们这么做是因为他们觉得无聊？

我对美联储感到厌倦，并且谢天谢地，作为投资者，它很大程度上与你无关。沃伦·巴菲特曾经说过，“即便美联储主席艾伦·格林斯潘偷偷告诉我在接下来两年内他的货币政策推行情况，那也不会改变我所做的任何一项决定。”

我每天阅读不同人士在各类媒体上发表的有关量化宽松或者利率或者美元走势的文章。他们大部分只是重新粉饰一下旧的内容：“当量化宽松结束，股票价格会下跌。”“美元将要崩溃！”“当利率上升，股票就下跌。”我的意思是，除了哗众取宠外，你还能在这些东西中读出更多别的东西么？我不知道这种无意义的哗众取宠还要持续多少年。

同样一锅老豆子，被不断地加热、提供给读者，不断重复。

这是我喜欢旅行的一方面原因。那样的话我就不用写这周美联储发表了怎样的观点，或者重新梳理我自己在脑海中绘制的混乱宏观形势。相反，我可以写我在希腊满怀憧憬地俯瞰令人眩晕的悬崖和深蓝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的海水，在德国有着千年历史的啤酒厂里，坐在橡树下长长的木质桌子旁喝着啤酒。这些都很有趣！

但是认真地说，这至少和真实世界有一定的关联。作为一个投资类作家，我总是近乎绝望地寻找一些新颖的、不同的、有意思的事情来写。人们并不需要我来重复报纸中已有的内容，你也不需要我进一步增加你已经听到的噪声。

事实上，利用这些噪声可以构造一种简单的套利策略。有时候你会听到一些（聪明）的人讨论所谓的“时间套利”。这个想法是因为大多数的投资者很难保持专注，哪怕只是一两年。他们只关注现在。因此，按照时间套利的想法，你需要做的就是考虑一年的时间，你可以挑选一些现在便宜的股票，因为其他人很少考虑一季度、两季度或者三季度之后的事情。

同样存在对无聊的套利。人们对长期持有同一只股票感到厌倦——尤其是如果股票表现得不太突出的话。看到其他股票的收益扶摇直上，他们不能忍受，因此会追逐那些波动的股票并因此而陷入困境。

著名的基金经理拉尔夫·万格（Ralph Wanger）曾经说过，人们倾向于在龙虾价格上涨的时候购买更多。奇怪的是，在其他地方人们可能不会表现出这种行为。人们在加油、购买洗衣机或者汽车的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，通常都会寻找价格较低的机会。同样，人们也不会仅因为有人支付的价格更低就卖掉自己的房子、高尔夫俱乐部会员卡或者运动鞋。

说到万格其人，我向大家推荐一本他出版于1997年的投资学专著《狮子王国里的一匹斑马》，这是一本很有趣的读物。在这本书中，他提出了无聊套利：“市场常常会因为有关股票的有趣的故事而支付所谓的娱乐税。所以没什么故事的股票会折价卖出，买入足够多的这类股票，这样你就能弥补在热门的高科技股票上的损失。”

这些是万格在1997年，也就是2000年泡沫破灭前提出的好建议。（2005年，我有一次在他芝加哥的办公室里与之会谈，他很慷慨地花了两个小时和我分享他的智慧。）现在，市场对任何不是科技、生物科技、社交媒体或者特斯拉的股票都没什么兴趣。

不管怎么样，如果你能找到方法对抗无聊并且不把投资组合中那些无聊的股票卖掉，你的收益一定会很不错。

你只需要记住：一百倍的收益一点也不无聊。

不要被欺骗：规避骗局

不过，有时候一个人心有疑虑，但如果他已经涉足其中，他会不自觉地设法把这种的疑虑给掩盖起来，即使这种疑虑来自于他自己。我现在就是这样。我什么也不说，也尽量什么也不想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——赫尔曼·梅尔维尔（Herman Melville）

我听说卡尔森·布劳克（Carson Block）在一场价值投资会议上发表了一篇精彩演说。

布劳克是浑水调查公司的创立者。他是一名做空型投资者。他因在2011年击垮嘉汉林业公司（Sino-Forest）而闻名。

在卡尔森的报告中，他宣称据可靠调查，嘉汉林业是一个骗局，该公司的股票根本没有价值。在布劳克的报告发布后，嘉汉林业股价下跌了89%。甚至一些著名的投资者都在这只股票上栽了跟头。约翰·保尔森（John Paulson）——2007年次贷市场爆出丑闻之后他个人大赚10个亿——在嘉汉林业上损失了7个亿。

可以说，布劳克是一名超级侦探。每当他的报告出炉，目标公司的股价往往应声暴跌。他让那些欺骗市场的坏人们惶惶不安。

布劳克认为我们生活在“唯利是图的时代”，为了获得金钱，人们实施欺诈的动力前所未有。

“贪婪和短视现在更加普遍。”布劳克说道。这个观点很难证明。但当市场情绪高涨的时候，毫无疑问奸诈之徒就会出现，向着那些自满投资者的财富伸出罪恶之手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布劳克的演讲主要是针对不利于投资者的各种因素。下面我们分别进行介绍。

管理层

“第一个不利于投资者的因素就是公司管理层。”布劳克说。当然管理团队也有好坏之分。但是布劳克认为，总体而言，由于激励通常都是短期的，这会鼓励管理层的风险偏好行为。

很多CEO自身都具有超凡魅力。布劳克说，“个人魅力是领导企业的一种方式，但他们的个人魅力很容易让企业走向衰败。”

他提到安然公司破产前的CEO安德鲁·费斯托（Andrew Fastow），此人曾获得《首席财务官》（CFO Magazine） 1999年颁发的杰出人物奖。很多人都知道，安然公司就是一个巨大的骗局。

布劳克说一位CEO获得越多的成功、奖励和大家的恭维，他越不可能承认自己的错误。费斯托自己也这么说过。费斯托引用他在狱中所读《白鲸记》中的一段话来解释这个现象（见上面的引用）。

“在CEO周围的其他人可以被看成是高级管理人员的保护者。”布劳克认为。这让欺诈行为更难被识别出来。

那么你该怎么做？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布劳克提供了一个很好的建议。“评价管理层要靠看而不是靠听”。首先，做好功课，然后才和高层讨论。“如果我先跟管理层握手交谈，并且对其有好感，我想这会干扰我的判断。”承认这一点很重要。就连布劳克也坦言他自己无法抗拒管理层的魅力。

以下是他的建议：

- 读电话会议的记录比听他们说更好；
- 一次性把几个季度的材料放到一起对比阅读，从中寻找曾经出现过的提案以及语言表述的变化；
- 是否存在逃避问题的现象？逃避哪些问题？布劳克说，“有时候他们打给相同的人，这些人往往和他们有着密切的关系”。你可以想象，这类电话记录中经常会出现“伟大的季度，兄弟们”、“谢谢你，迈克”这类字眼。如果电话会议记录中充斥着这样的文字，并且没有讨论明确的问题，那么这“很可能是幕后操作的电话会议”。

总之，“考察管理者最好远观”。

董事会

董事会应该代表股东利益，但其实并非如此。正如布劳克所说，他们和CEO存在共生关系。董事会成员经常把董事职位视为额外的待

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遇，而不是责任。保险和其他的保护措施使得董事会能够免除责任。

而且，董事会对失职的调查通常并不可靠。布劳克说，如果董事会不得不去调查某些事件，这就如同让他们承认自己的不称职。所以，你不能指望他们。

律 师

律师“让投资者做出好的决定变得困难”。他们代表了客户的利益，因为是客户给他们付费，而不是投资者。

“‘有名望的’法律公司是一张令人难以置信但却有效的遮羞布。”布劳克说。他们很擅长写一些含糊其辞的文件。并且利用律师——客户的特权来隐藏不计其数的公司违法行为。

我的意思是，不要被公司高价聘请的律师所蒙蔽。

审计人员

“审计师被完全地误解了，”布劳克说。他们同样代表着客户（付钱给他们的人）利益。我不禁想起那句古老的谚语“吃人的嘴软，拿人的手短”。

布劳克谈到这是一个鼓励犯错的职业。那些被动的审计师通常会被企业终身雇佣，因为公司担心被起诉并且希望审计师一直帮助它处理一些琐事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且，布劳克说道，会计是“反对可解释性和透明度”的职业。它们 （那些大规模审计公司）不断地阻挠信息披露。他们不希望投资者能够很好地理解审计。

他也提醒我们，审计不是安全证明书，它并不能审查出会计欺诈。他说在嘉汉林业公司案件中，公司聘请的安永会计师事务所（Ernst & Young）的审计师事实上是嘉汉林业公司的好朋友。他分享了安永审计报告中的一段话：“大部分由于销售未砍伐林木产生的应收账款是通过指导债务人设置未砍伐林木对应的应付账款和其他负债账户实现的，这些负债都以人民币计价。”

这下你弄清楚了么？

布劳克把上面那一段话解释为公司从来没有收到过现金。换句话说，公司上市16年来报告中95%的毛利润从来没有进入过公司的银行账户！

模棱两可的披露是让投资者远离这类公司的强烈信号。

投资银行

很显然，投资银行的内在动力是销售金融产品，例如股票、债券等。他们并不关心你的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你到现在还不知道这些，那么记住：不要把投资银行或者经纪公司的调查报告作为你投资方向的建议。

市场调研公司

这部分之所以很有意思是因为你经常会看到引用自比如弗若斯特沙利文公司（Frost & Sullivan）、艾瑞咨询公司（iResearch）的市场调查报告。布劳克说，上市公司经常聘用这些公司提供他们想要的报告。使用这样的市场调查来增加管理层声明的合法性。这对你做出好的决策并没有帮助。

不要相信市场调查。去寻找更客观的信息来源，例如实际的销售数据和变动趋势。

采取预防措施

市场上总会存在无法规避的风险。长期从事投资的大部分投资者都会在某个时刻上当受骗——即使是比嘉汉林业这类案件受害程度更小。

但是有必要在此对不同的事件做一个区分。市场上有偏差，也有谎言；有推销也有欺诈。几乎所有的管理团队都致力于为他们的行为打造一个光鲜的外衣。但是我们知道这并不等于欺诈。

你可以通过下面这些方法来规避高明的骗子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，我认为最好的方法就是投资于持有很多股票的管理团队。在美国，这是一种应对欺诈的保障。但是仅仅是这样还不够，例如一些其他国家的骗子公司都有很大比例的内部人股权。

其次，和已经成功的人合作。如果你和已经取得一系列成功的人合作，那么你不太可能会陷入类似嘉汉林业的欺诈案件中。

再次，远离奇怪的现象，远离做出你难以理解的举动的公司。如果你不明白他们是如何赚钱的，想想嘉汉林业，然后直接离开。

最后，无论在哪个市场，都要避免进入热门领域。生物科技很热门，毫无疑问在国会上有很多关于生物科技的简短观点陈述。在国会聚集着推销员和欺诈者，因为在那儿他们可以谋求最大利益。所以，这类板块随处都是骗局。

同样，涉及“社交媒体”“云计算”等其他任何流行词汇的公司轮番出现。小心这些公司，很多这类公司只是为了激发投资者的兴趣。

我们需要谨记几年前发生的事情，人们想尽各种方法来投资逐渐复苏的房地产。然后市场爆发，所有的不动产投资信托基金价格大涨。尽管他们可能并不是欺诈，但要小心他们很可能并非是好的投资工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈到骗局，我常常想到把大部分精力投入股票操纵研究的菲尔普斯说的一句话，“在非洲，没有羚羊的地方就没有狮子”。

在投资过程中遵循合理的程序，你可以避免自己成为猎物。

不要管那些预测者

对于很多人来说，投资之所以困难是因为他们认为可以相信专家的意见。但在市场中，那些所谓专家也会犯很多荒唐的错误。然而，如果仔细观察他们所犯的各种错误，你可以从他们的荒唐中找出一条可信赖的投资路径。

以盈利预测为例，华尔街分析师会定期发布股票的盈利预测。投资者常常会综合所有分析师的预测来形成统一的预期。当公司公布实际盈利数据之后，媒体会就这家公司超过或者未达预期进行各种讨论。盈利超过预期通常会传递股票的强势信息，反之，没有达到预期则对股票而言是利空。

许多投资者把这些预测视为信号，并依据这些预测来决定自己的买或卖。问题在于这些预测经常大范围地出现错误，有一份关于二十多年来将近95000份预测结果的调查显示预测的平均结果有40%的偏差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大卫·德拉曼（David Dreman）在其著作《逆向投资策略》（Contrarian Investment Strategies）中提到了这一点。他更进一步地发现这些分析师在某个方面会持续地犯错，原因就是他们过于乐观。

所以，结合以上两部分来看，你会发现，你所持有的股票不会遭受负面的盈利信息的冲击概率很低。事实上，单只股票在连续四个季度都没有遭受过盈利低于预期10%以上的负面信息冲击的概率只有1/4。

我并不是想要批评分析师。我们是天生乐观的生物，至少大部分人是如此。在进化过程中，乐观是被保留下来的生物特征，我们需要把乐观因素考虑进我们的投资决策过程中。

为了解释自己的发现，德拉曼在书中展示了一张图，用来表示一段时期内对利率的一系列预测。图中可以明显看到一个特征：人们倾向于认为未来的利率和现在接近，但现实的利率却要不稳定得多，预测常常会遇到很多变数。

因此，搞清楚预测的基础很重要。

杰森·茨威格（Jason Zweig）和罗德尼·沙利文（Rodney Sullivan）最近出版了本杰明·格雷厄姆的随笔和演讲合集——《本杰明·格雷厄姆：证券分析奠基人》（Benjamin Graham: Building a

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Profession）。格雷厄姆作为证券分析之父，他的文章经常被引用。这本书的题目是受亚当·史密斯（财经评论员乔治·古德曼的笔名）的一句玩笑话启发而确定的。史密斯写道，“格雷厄姆之所以是当之无愧的证券分析之父，是因为在他之前没有证券分析这个职业，在他之后才出现了这个职业的称谓”。

在这些随笔中——其中有一些我曾经在别的地方读过——突出了一种观点，今天的投资者最好牢记于心。通常说到金融界——包括所有的分析师、经济学家、投资者等——，格雷厄姆都会提出这样的批评：“他们把市场和自己太当回事了，他们冲动且无效地花费大量的时间来做他们没办法做好的事情。”

这里指的是什么样的事情？就是“预测短期或长期经济的变化和股票价格的短期和长期变动”。

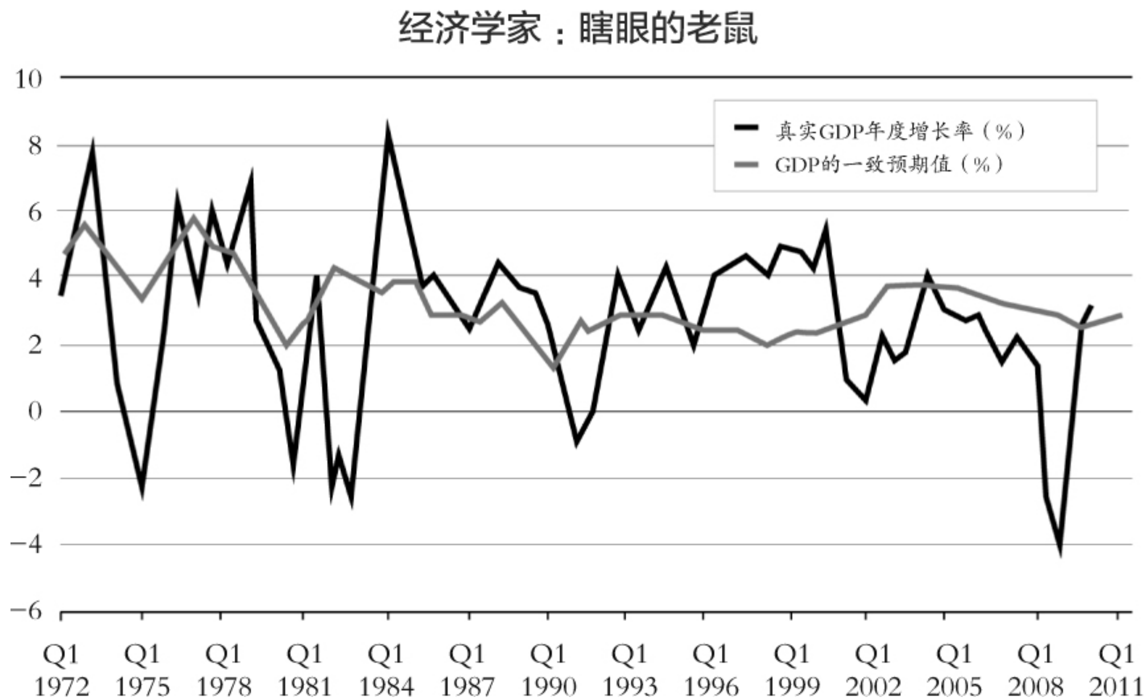
许多人花费了大量的时间来猜测经济或者股票市场的走向。然而无数的研究说明这种预测是徒劳的。

GMO资产管理公司（一家全球基金管理公司）的詹姆斯·蒙蒂尔（James Montier）特别强调了经济学家在预测方面做得有多糟糕。他曾作出这样的总结：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使是在普通时期，基于经济预测进行投资是极其愚蠢的尝试，经济学家可能是唯一一个使得占星师在谈论未来时像是专业人士的群体……近四十年内所有的衰退他们全都预测错了！经济学家不只不能预测增长，他们同样不能预测通货膨胀、债券利率等其他几乎所有的事情。

在他的研究中，展示了下面这张图，对比了GDP的预测数据和GDP的真实值。这幅图很有意思，因为你可以一眼就得出结论。仔细观察图中的折线，你是否同意我所说的？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你会注意到这些预测并不会走极端，预测的结果常常是处在一个中间水平。同样的错误模式在各种类型的预测中都存在，包括预测每股收益和股票市场价格。当然，问题在于你会在发生极端情况时损失很多钱。达成共识的预测无论对错都没有太大价值。

	达成共识的预测	没有达成共识的预测
精确	平均收益	平均水平之上的收益
不精确	平均收益	平均水平之下的收益

最后，橡树资本管理公司（Oaktree Capital）的霍华德·马克斯（Howard Marks）将各种情况汇成表格，清楚地告诉人们在预测精确和不精确时，基于各种预测能获得的回报。

“只有正确的非一致性预测才能带来超凡的收益”，马克斯写道。他以1978年的利率为例。 1978年，利率达到了8%，许多人认为利率会一直保持在8%。乐观派认为会到9%，悲观派认为利率会降至7%。马克斯说，“大多数时间内利率会在这段范围内，没有人能够凭此获得大量收益。真正获得巨大收益的人是预测长期债券收益率会升至15%的人。但是这些人在哪里？极端的预测很可能是不正确的，但它才是你挣大钱的关键因素”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆最优秀的学生，沃伦·巴菲特也是一位忽视预测的投资大师。在1994年写给股东的信件中，就表明他已经把格雷厄姆的教导记在心中：

> 我们会继续忽略对于政治和经济的预测，因为对许多投资者和生意人来说，这些预测会严重分散他们的精力。三十年前，没有人能够预测到越南战争的急剧扩大化、工资和价格管控、两次原油冲击、总统辞职、苏联解体、道琼斯指数一天下跌508点、国库券利率在2.8%至17.4%之间波动……但是，令人惊讶的是，这些轰动性事件中没有一件能导致本杰明·格雷厄姆投资策略发生哪怕是轻微的动摇。

我经常听到来自于专家或者各地投资者关于股票市场的各种言论，我相信你也经常听到。我同样注意到有许多人会很认真地对待这些猜测。当然，我并不是说我们应该停止全部猜测，这样的要求太过分了。

但是我会建议不用太认真地考虑所有的意见，但也要谦虚对待。毕竟，有多少人能预测到从2009年3月开始不到两年的时间市场反弹近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80%？可以确定没有多少人。但它确实发生了。正如没有人能预测到海湾石油泄漏一样。

在投资生命周期内，无论好事、坏事都会发生，没有人能预测到何时会发生什么事。与其玩那些猜测的游戏，不如关注眼前的机会。

在各种市场中，总会有很多很多的机会。是的，总会有！

格雷厄姆指出， 1976年美国有超过5000种公开交易的证券（现在差不多是这个数字的三倍多，尤其当你考虑国际市场的时候）。他说，“无论采用什么样的方法，个人投资者应该随时具备发掘市场上有着不错买入机会的至少1%的证券——也就是说30种证券或更多——的能力。”

这是事实。当有人告诉我他们在这个市场上找不到任何能购买的股票时，他们只是没有努力去寻找。今天市场上有10000种证券， 1%的一半是50。 50只证券还是可以考虑的，不是么？

十多年时事通讯写作中觅得的经验

我于2004年2月份开始专职撰写时事通讯。在那之前，我是一名自由撰稿人、业余投资爱好者和职业银行家（具体地说是借钱给公司的人）。在工作了10年之后，也就是在2015年，我觉得是时候回顾过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去并总结自己的投资成果了。最后经过独立第三方的验证，我拿到了过去这些年通讯的跟踪记录。

结果显示我获得了28%的平均收益，复合收益率为16%。这样的收益率已经非常不错了，那这些收益是怎么产生的呢？接下来我会分享一些得之不易的奇特投资思想，这或许是你从来没想到过的。

索斯诺夫法则（Sosnoff’s law）出自一本出版于1975年的书——《华尔街上的谦逊》（Humble on Wall Street），现在它仍然是在介绍投资经验方面最好的著作之一。该书作者马丁·索斯诺夫（Martin Sosnoff）写道：“股票价格和它的研究报告厚度相反。越厚的研究报告对应的股票会有更多的问题，因此该股票价格未来就会下降。相反，最薄的研究报告所对应的股票就越受欢迎。”

换句话说，最好的想法往往都是极尽简单的。如果我发现自己辛辛苦苦只是为了判断是否继续持有或买入一只股票，这时候我会想想索斯诺夫法则，我可能在糟糕的股票和公司上浪费了太多的时间。

许多优秀的投资者都持有大致相同的看法（彼得·林奇说过：“不要投资你不能用一只粉笔描述的想法”）。简单的就是最好的。

小心“固有观念”。德国哲学家麦克斯·施蒂纳（Max Stirner）在1845年出版了一本引起轰动的著作，该书名为《唯一者及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其所有物》[2]（The Ego and His Own）。这本书艰涩难懂，但是却提出了许多强有力的观点。施蒂纳主张人们是没有想法的。或者说，想法控制了人们，这些“固有观念”控制了人们的思想。

施蒂纳写道，“只有你没有面临死亡的威胁时”，你的想法才是自己的。他实际上很期待有人检验并推翻他自己的观点：“我应该微笑着期待交锋的结果，微笑地把盾牌放在我思想信念的尸体上，微笑地庆祝我的失败。这件事情是多么的有趣。”

在市场上，你会看到很多人有着固有的观念。无论何种情况，他们总会推荐黄金，他们总是预期市场会崩溃，他们永远痴迷于美联储或者逝去的经济学家的理论，他们总是预期美元会崩盘。他们无法改变自己的观念。

我经历了很长时间的痛苦才学会像施蒂纳一样思考。我对于观点没有依恋。我可以改变我的想法。事实上，我期待着改变并且积极地在我的想法和理论中发现漏洞。

保持对抽象事物的怀疑。这是我从另一位广受欢迎的人士那里借鉴来的，这位圣人就是常常叼着玉米穗轴烟斗抽烟，衣衫不整的作家保罗·古德曼（Paul Goodman）。他写道：“我没办法抽象思维，我从具体的经历出发。”他因陷入具体经历不能自拔而崩溃，因此他“并不能写真正的小说”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而人们很容易喜欢宏大的概念：新经济、石油峰值论、中国的世纪、大缓和。所有这些都是抽象的概念。他们是世界可能情形的预测。但它们远远不是具体的概念，很有可能会把你引入歧途。事实上，这里提到的所有抽象概念都曾把投资者引入歧途。

约翰·特雷恩（John Train）曾经写道：“投资是细节的游戏。”这是关于为什么A比B是更好的投资对象的问题。“公众花费大量的时间探索未知。”我已经学会甄别和接受未知的事物，学会不相信那些宏大的理论。

投资是关于人的生意。早先，我依赖于财务报告中的数字并筛选出统计意义上便宜的投资对象。例如，我寻找市盈率较低的股票。每个人都能看到这些数字。当然这些方法到现在依旧奏效。但是随着时间的推移，我认识到，知道数字无法展现的东西比统计数据本身更为重要。

我喜欢那些仅从数字中不能清晰反映全貌的经营思路。我希望找到企业中一些数据之外的使得该公司具有投资价值的特征。这些特征很罕见，但是基于这些特征进行投资可以获得丰厚回报。霍华德休斯公司（Howard Hughes）就是一个很好的例子。该公司于2010年从通用成长物业公司（General Growth Properties）中分离出来，从各项数据来看，公司糟糕极了，没有收益，没有分红。但是它对公司所开发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项目的潜力有很好的理解。随后，仅仅在几年内，它为投资者提供了四倍的超凡收益。

为了寻找一家像这样的公司，需要阅读大量资料，并与相关各方进行沟通。我在一年以内和许多人进行了交流，包括投资者、高管、分析师和经济学家。好的想法可能来自任何地方，但我最好的想法常常来自于人。世界上存在着隐藏的故事，并且在某个地方总有一个人知道这个故事。

努力找到这样的人和他们的故事。

与100倍股相关的其他事项

下面是关于百倍投资的其他注意事项和实现100倍收益的途径。

投资海外市场。海外投资是拓展投资机会的方式。然而，如果你投资海外是为了规避国内的风险，那我会怀疑你的动机。我知道一些美国人因为对美国政治经济等看衰所以对投资海外有兴趣。

菲尔普斯在其书中提到了一个很好的观点，我在这里复述一下。他说当我们投资海外的时候，我们会用我们看不到的风险对冲我们看得到的风险。当心这一点。许多投资者把他们的身家交给了那些看起来很诱人的海外市场上的企业。这在我身上发生过不止一次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话虽如此，这本书里的准则具有普遍适用性，并且不会过时，可以应用于世界各地的所有市场。

通货膨胀。本书自始至终都采用的是名义美元，并未对通货膨胀进行调整。这不是说通货膨胀并不存在。事实上，如果你把美元藏在床垫子下10年，一定会损失购买力。换句话说，你现在可以用20美元理一次头发， 10年以后很可能就不行了。

这里我主要想讲的是，你无须过度关注通货膨胀。同样，我也要谈谈我的个人经历。我认识许多人因为过度担心美元贬值而束缚了自己的投资领域，因此主要投资于黄金和自然资源公司，他们总担心世界末日的到来。

这样做的代价极高。对付通货膨胀最好的武器就是百倍股。他们对抗通货膨胀如此有效，以至于我只需要用几小段来谈论通货膨胀。

我曾经把沃伦·巴菲特每年的信件从第一篇读到最后一篇，一共50篇，有些我还没读完。有意思的是，他在早先的信件中花费了大量的时间讨论通货膨胀和它对投资者的影响。

多年以来，通货膨胀并没有成为一个严重的问题。但是巴菲特意识到，投资者在做准备时往往会参考过去发生过的事。“尽管投资者和经理人必须着眼于未来，但是他们的记忆和神经系统常常陷入过去无法自拔，”巴菲特在1981年写道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这让我想起彼得·林奇基于玛雅神话举的例子。大洪水摧毁了世界，因此玛雅人移居到了森林里更高的地方。然后大火摧毁了整个世界，他们又搬离了森林建造了石制的房子。然而，地震来了……

通货膨胀在20世纪70年代处于高位，对企业和投资者来说确实是一个大问题。这在当时是一个新现象，人们很久以后才明白通货膨胀高意味着什么。

这意味着20%的收益并不是真正20%的收益，很可能在考虑通货膨胀和税收后是负值——因此，巴菲特把它称为“投资者的悲惨指数”。

巴菲特做了一个类比：

> 如果你（a）放弃10个汉堡来进行一项投资；（b）收到的税后红利能够购买两个汉堡；（c）卖出你持有的资产，税后收益能够购买8个汉堡，（d）无论按美元来说它增值了多少，你在这项投资中并没有获得真正的收益。你也许会觉得富有，但你并没有多吃一个汉堡。

巴菲特对高通货膨胀对伯克希尔公司收入的影响直言不讳。在1981年的信件中，他写到了通货膨胀使得伯克希尔“表面上不错的结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果……按照投资者真实的投资结果来度量只是一个幻觉”。

巴菲特在1979年的信中写道：

伯克希尔一位友善但目光犀利的评论员指出在1964年末公司的每股账面价值能够买1/2盎司的黄金，在15年后，我们挥洒血汗辛劳的滚动投资，账面价值还是只能买1/2盎司黄金。如果按照中东石油价格来计算，也存在着同样的事实。其中的关键在于政府能够不断地印钱和许诺，但是不能凭空创造黄金和石油。

和通货膨胀保持一致是一种胜利。大多数美国的企业会损耗投资者的本金，只会给投资人留下比开始时更少的购买力。

1981年，巴菲特指出免税债券会支付14%的利息，这14%会直接进入投资者的口袋。美国企业在今年也有14%的利润。但是这并不会直接进入投资者的腰包。即使企业将所有的盈利分红，税收也会使你的收益率低于通货膨胀。

在这样一个环境中，你该如何确定企业的价值？

巴菲特用债券进行类比。假如你持有一份去年发行的免税债券，每年支付7%的利息。当市场上免税债券每年支付14%利息时，你持有的债券价值为面值的一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票也是如此。

“因此，”巴菲特写道，“按照1981年末消极投资的利率水平，对于个人投资者投资而言，其投入到一家普通美国企业中的1元，价值将低于100美分。”

1982年是这类高通货膨胀的最后一年，从那以后，通货膨胀水平不断下降。难怪股票市场在那时形成一个大底部。当利率下跌时，企业变得越来越有价值。

这解释了为什么利率是一个大问题以及人们为什么如此关心美联储的动向。消极投资的免税证券利率成为股票的定价基准。

巴菲特总结道：

> 通货膨胀的经历和预期是影响未来基准高低的主要因素（不是唯一因素）。如果推动长期通货膨胀的因素可以被缓和，那么消极投资的回报就会下降，美国股权投资的内在价值将得到显著提升。那种情形下，现在被定义为“差”的投资会被重新划分为“好”的投资。

通货膨胀减轻，利率下跌，股票飙升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管在讨论巴菲特和通货膨胀的话题，但是需要澄清另一个容易错误的概念：什么样的企业在通货膨胀环境中表现得更好。

大部分人都喜欢股票，同样，也有很多人格外青睐那些拥有有形资产的股票，例如金矿和石油类股票等。通常人们会相信这些股票在通货膨胀时期能够保护你的资产不贬值。

事实并非如此。

我常常想到巴菲特在1983年信件中举的例子。那时候通货膨胀依旧高涨，人们十分担心。巴菲特用时思糖果的例子和一个有很多有形资产的假想企业进行对比，我们姑且把后者称为黄金石油公司。

两家企业都有200万美元的利润。时思公司的有形资产规模较小，仅为400万美元，公司股票总价值约为2500万美元。相反，黄金石油公司有1800万美元的净有形资产支撑公司运转。该公司每单位资产获得的利润更低，因此股票总价值为1800万美元（基本上等于其有形资产净值）。

现在，让我们继续看。假设通货膨胀使得价格翻倍。两家公司都需要让他们的盈利翻倍来跟上通货膨胀的脚步。正如巴菲特写道：“并没有什么技巧，只是假设边际利润率保持不变，以两倍的价格售出和之前同样数量的产品，这样利润就会翻倍。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是有一个关键：这两家企业都需要将自己的有形资产规模翻倍。正如巴菲特所写的：

> 两者都需要使他们在有形资产上的投资增加一倍，因为这就是通货膨胀常常施加在企业上或好或坏的经济要求……并且所有这些因通货膨胀增加的投资并不会提高其收益率。这样做的动机只是为了生存，不是为了投资者的利益。

对于时思公司，这意味着800万美元的额外投资。而对于黄金石油公司来说，这意味着1800万美元的额外投资。

巴菲特投资2500万美元购买时思公司。在这一轮通货膨胀之后，时思公司按照我们购买时的基础进行定价的话，或许会值5000万美元（理论上是这样）。

因此，时思公司凭借800万美元的额外投资获得了名义价值上2500万美元的增长。这是三倍多的投资收益。至于黄金石油公司，它的股票价值或许仍和它的净有形资产价值相同，即3600万美元。 1800万美元的投资对应1800万美元的价值增长，这是投入产出比为1：1的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀对两家公司都有负面影响，但是对拥有很少有形资产的时思公司而言，其坏处较小。正如巴菲特所说，这个想法很难被大多数人理解。

就多年的传统智慧而言——传统多一些、智慧少一些——最好的保护通货膨胀的措施是投资那些拥有较多自然资源、农作物、机械设备或者其他有形资产（“我们所信赖的实物”）的企业。但事实并非如此。重资产的企业普遍收益率低，不能提供足够的资金满足现有资产对抗通货膨胀的增长需要，没有闲置资金用于实现真正的增长，将资金分配给投资者，或者收购新的公司。

这个观点很重要。如果你不理解这个想法，那么你应该再读一遍那个例子，在纸上自己推导一遍，如果你愿意，你还可以换成其他数字。理解其中的动态过程非常重要。在货币贬值的趋势中，轻资产公司能取得成功。换句话说，贬值鼓励企业降低资产的比重。

但讽刺的是，虽然很多人会回避投资股票，但当他们真正进入股市的时候，他们往往偏向于投资最差的那种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引用另一位杰出投资者约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）的名言：“发现新观点并不困难，困难在于逃出旧思想。”在通货膨胀时期，理想的投资方向是可以轻易提高价格且不需要投入大量资产的企业。

关于失败：那些没有实现100倍收益的股票

接下来就出现了下面这个问题。人们想知道那些看起来像是能实现100倍投资收益的公司最终没有实现的原因。我在早先讨论这项研究的局限性时提到了这一点。

首先，我要说的是，其实没有失败。如果你的本金以每年20%的复利增长，你就会在25年以后实现100倍收益。同样，如果在检验过程中发现某只股票的ROE超过20%，这同样不算失败。

其次，我不知道该如何研究失败。你怎么定义失败？你好好想想，定义失败并不是件容易的事情。因此，我采用了菲尔普斯采用的方法，我决定关注于100倍股。

我只希望这项研究能够增进我们对这些神奇股票的理解。没有什么是完美的，包括这项研究。我只希望有更多的人能够分享自己的经历和研究，帮助我们深化自己的理解。

[1] 一天24小时，一周7天。——译者注

[2] 商务印书馆1989年中译本书名。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章　　如果发生了下一次大萧条

这一章的题目有些半开玩笑，但是却值得我们花时间来讨论，如果我们真的在股票市场上遭遇了像2008年那样的危机，会有什么事情发生呢？

我在第三章提到过这个问题（见“咖啡罐的启示”一节），但是我会在本章展开讨论。其实，搜寻百倍股和市场上发生什么完全独立。无论牛市还是熊市，你永远都不应该停止寻找百倍股的脚步。

当市场变得很糟糕的时候，你可能想要停止寻找百倍股，这就是我将要重点讨论的问题。

菲利普斯就这一点做了充分的讨论，而且我也已经引用了他关于“熊市的迷雾能遮住人眼”并阻止人们继续寻找百倍股的调查研究。下面这个例子就很好地体现了这一观点。如果你在15年前购买苹果公司的股票，你不需要担心美联储的政策或者最近有关经济的报道或者任何投资者关心却毫无价值的东西。

并且不论市场环境有多差，机会还是会经常出现的。

研究衰退的最好方法无疑是回顾历史上的大萧条时期，至少这样做会很有趣。这是美国有史以来经历过最严重的经济衰退。如果你真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正深入到那个时代，你就会发现很多人在那个困难时期的投资反而表现得很好。

我的目的并非说大萧条时期不困难。这并不是为当时发生的一切提供一种新的解释或者粉饰那段历史。大萧条是一场灾难。关键在于人们那时候种下了巨大财富的种子。很明显在那样一场大灾难中，低价格能够为实现100倍收益创造相对容易的机会。

但是困难的时期会使得人们远离投资。我见过这种事情发生。在2008年，股票市场触底时，我认识的许多人对投资唯恐避之不及。

当市场崩溃时，不妨把这一章拿出来读一下。

马蒂·惠特曼（Marty Whitman）：市场回归

随着2007—2008年金融危机的逐渐推进，管理“第三大道价值基金”的马蒂·惠特曼给他的投资者写了一封有关“市场回归”的邮件。信中分享了一些充满智慧的观点。

首先，惠特曼基于看似充分的证据给出了一般性的判断：“在发生价格崩溃之后，一般而言市场会强势回归！1932年、 1937年、 1962年、 1974—1975年、 1980—1982年、 1987年和2001—2002年就是例证。在2007—2008年空前的崩溃之后，一场市场反弹也很可能即将来临。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到目前为止，我们都同意这个说法。但是对于投资股票的投资者来说，这里还有一点需要注意。并不是所有的股票都会反弹。这就是信中最值得关注的内容。惠特曼界定了三种不太可能发生明显价格回归的股票。

第一种包括之前价格被过度高估的股票。如果你为某些股票支付了愚蠢的高价，这个错误会让你付出代价。另一方面，价格的下跌会自动让你避免持有这类股票。惠特曼指出，他的许多股票尽管在2008年下跌了30%到70%，但它们的净资产价值是增长的。惠特曼相信他所持有的许多股票会增长三倍至四倍，并且相较于净资产价值来说还是便宜的。如果你找到一只正确的百倍股候选股，就很容易实现相同的收益。

第二类不容易复苏的股票是遭受“永久性损失”的股票。最严重的永久性损失发生在公司破产时。当然企业也有可能出现其他的重大损失。基本上，有些事情已经发生变化，企业不再能回到之前所能达到的水平。

第三类，也就是最后一类是“在股价崩溃过程中股份遭到巨大稀释，在这样的市场环境中普通股股东对于股份被稀释无能为力”。这种现象发生在一家公司发行大量新股来获取资金弥补损失或者偿还债务的时候，就如同你在啤酒里加水，然后再和大家一起分享。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下文中提到的这位著名经济学家历经磨练才领悟到这一点。

著名的经济学家学习如何正确地买入和持有

“下跌的股票市场能够帮助人们厘清认识，并刺激人们思考。如果市场上涨，没有人关心为什么或者怎么样上涨；但当市场下跌时，所有人都急切地想知道关于股市的一切。”

——阿尔伯特·杰伊·诺克（Albert Jay Nock）

把下面这段话打印出来并且贴在书桌上：

> 我不以股市底部来临时依旧持有股票为耻，我不把它当作工作，我所承担的责任小得多，我也不像其他任何投资者那样一直思考是否应该割掉股票，逃离下跌的市场或者因为他持有的股票贬值就感到羞愧。我的境界比这要高。要知道，对于一个认真的投资者来说，常以一种安稳的态度和不对自己求全责备的心情来接受股份的贬值是他的责任。

这段话摘录自一位著名的投资者于1938年写的一封信。他在最困难的市场——大萧条中进行投资，并获得巨大收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

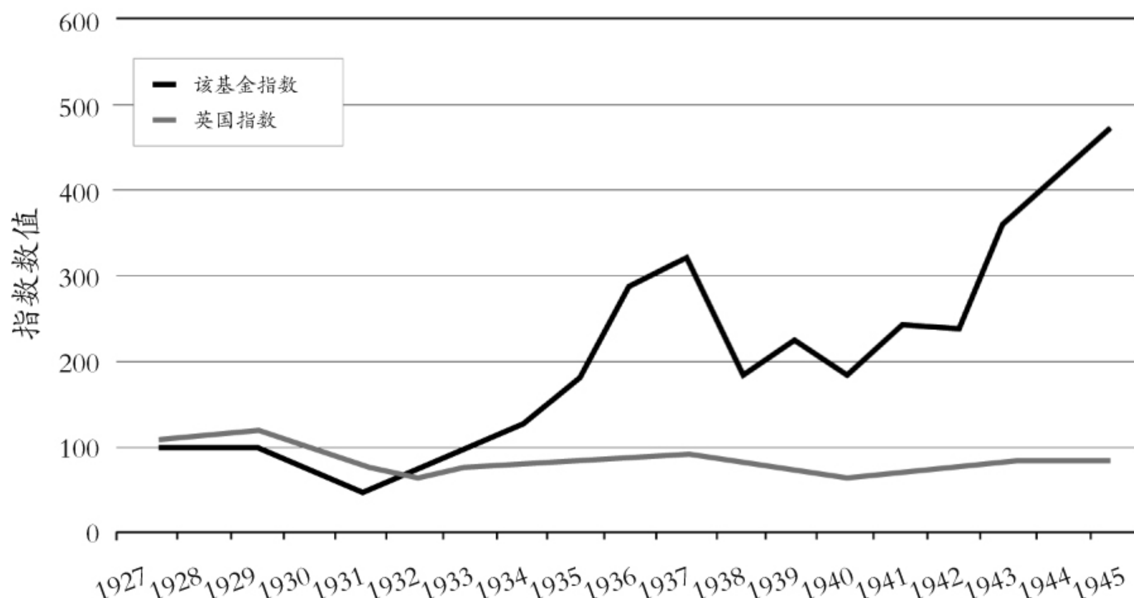
他就是约翰·梅纳德·凯恩斯（1883—1946年）。

这也许会让你惊讶，你所知道的凯恩斯是一位有影响力的经济学家，但无论你怎样评价作为经济学家的凯恩斯，他是一个杰出的投资者。他对市场也有着敏锐的理解。

凯恩斯管理着剑桥国王学院基金（Cambridge’s King’s College Chest Fund），该基金在1927—1946年，平均每年获得12%的收益率。在那个乌云满天的时代——其间发生了大萧条和第二次世界大战——这样的收益率相当可观。英国股票市场在那段时期下跌了15%。并且最重要的是，基金的回报只是基于资本增值计算的，并不包括学院花费的大量基金收入。我想在金融史上，这一定也是最杰出的投资收益记录之一。

这一节将主要探讨凯恩斯的投资操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作为一名投资者，凯恩斯同样为自己挣得了巨额的私人财富。当他去世时，按当时美元计算，他留下了价值3000万美元的资产，这震惊了当时的人们。《凯恩斯和市场》（Keynes and the Market）的作者，贾斯汀·沃尔什（Justyn Walsh）指出凯恩斯在最后的六年里都在做无偿的财政部顾问。他的父母去世时没有给他留下任何财产。同时，凯恩斯是一名杰出的艺术赞助人，自掏腰包资助了很多风险项目。最终还积累了如此多的财富，这在伦敦引起了轩然大波。

“大家已经表达出了对于凯恩斯勋爵留下的巨额财产的震惊。”《金融时报》写道，“但是凯恩斯是少数拥有能够赚钱的实用技能的经济学家之一。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯最开始是一名普通的投机者和交易者，他尝试预测趋势和周期变化。 1929年的大崩溃几乎让他回到原点。

实际上，凯恩斯在大萧条期间遭受了重大损失。他个人净资产亏损了80%。他的信念也随之发生了转变。他总结为之前的交易是依靠“不寻常的远见”和“非凡的技能”来进行的。“我现在很清楚，”获得新生的凯恩斯在备忘录中写道，“那些用于判断市场总体方向转变（并在经济周期的不同阶段进入或离开市场）的理由中很多都是不实际和不可取的。”

在那次冲击之后，他不再是一名投机者，而是一个交易者。他的投资的新观点开始为像本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特这样的价值投资的偶像奠定基础。有意思的是，这次冲击也给格雷厄姆带来了损失，并且同样促使他深入思考投资的过程。两位杰出的投资思想家几乎想到了一起。

凯恩斯开始较少关注对市场的预测。相反，他运用敏锐的头脑关注单只证券，尝试找出这些股票中被他称为“终极价值”的东西。他把自己的新投资哲学总结在笔记本上并给他的同事看：“我的目标是购买一只我对其资产和最终收益能力满意、同时市场价格处在相对低位的股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，他也变得更有耐心。举个例子，凯恩斯描述了长期中持有75美分现金并等待机会比买入75美分的股票再以50美分卖出并期待以40美分买回来更简单和安全。凯恩斯学会更多地相信自己的研究和意见，而不受市场价格的干扰以免在一只好的股票上半途而废。当市场低迷时，凯恩斯评论道："有观点认为，一个负责任的投资者每周都应该查看自己的投资名单，从中找出一只深受熊市影响的股票，对此我并不认同。"

同时，凯恩斯逐渐形成了强烈的逆向投资偏好。他在1933年做出了个人最杰出的决策之一。当时大萧条还在持续，富兰克林·德拉诺·罗斯福（Franklin Delano Roosevelt）发表了充斥着反企业辞藻的演讲。市场进一步下跌。凯恩斯注意到，美国的公用事业公司在"这样不理性的悲观市场中"价格显得很便宜。他购买了大量低价的优先股。一年之后，他个人净资产增长至接近三倍的水平。

凯恩斯是一家保险公司的顾问，也是国王学院基金的基金经理。在笔记中，凯恩斯列出了他对在当时看来近乎离奇的逆向投资的理解。这是"一种特殊的生活和行动的圈子，在其中成功、安全和胜利常常只属于少数人，并且永远不属于多数。当你发现任何人和你一致，你就应该改变自己的想法。如果我可以成功地说服保险公司的董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事会同意购买一只股票，那么按照我从实践中学到的经验来看，这正是卖掉该股票的恰当时机。”

凯恩斯说，他同样学会了“不论艰险”坚持持有自己的股票，让复利的魔法做它该做的事情（同样利用免税的方式来避免资本利得税）。“‘保持安静’是我们最好的格言”，他的意思是忽略那些短期噪声，让长期的力量自己发挥作用。这同样意味着将自己的投资活动局限于只购买内在价值远高于市场价格的股票。

凯恩斯也得出了投资者可能持有过多股票的结论。更好的做法是持有较少的股票，同时将更多资金投资在你最看好的股票上，而不是简单地分散化，即每只股票都投资很少。国王学院基金委员会和其他人不断批评凯恩斯在少数公司上投资过多。凯恩斯用一种诙谐的方式捍卫着自己的观点。例如，有一次他的批评者批评他在老法官公司（Elder Dempster）上投入太多资金，他则这样回应：“很遗憾在老法官上投资过大，我正在遭受长期幻觉的折磨，就是认为一份好的股票比十份差的更安全。”

正如巴菲特和其他杰出的投资者认为的那样，他不认同投资者应该持有一大堆股票来稀释最好股票的观点。在凯恩斯的投资生涯中，他常常将投资组合一半的资金集中投资于屈指可数的几只股票，但是他喜欢分散投资于各类风险不同的公司。因此，5家公司占到了全部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合的一半，但它们不会全部是黄金类的股票。“由于这种集中投资的理念，”沃尔什写道，“虽然波动性更大，但是相较于更广泛的市场，凯恩斯获得了相当杰出的投资回报。”

在大萧条中，凯恩斯失去了一位朋友。西德尼·拉塞尔·库克（Sidney Russell Cooke）在市场中遭受巨大的损失之后结束了自己的生命。或许是因为这段经历，凯恩斯在书中写道：“投资者应该带着尽可能的耐心和平常心去面对损失。投资者必须接受股价在长期来看，会在潜在价值的基础上大幅波动的事实。”

在接受了这些观念之后，凯恩斯的投资收益大幅提升。尽管在20世纪20年代他的表现落后于市场，但在股市大崩溃之后他的投资表现出众。沃尔什认为凯恩斯大概从1931年起开始采用我们认为是沃伦·巴菲特式的方法进行投资。从那时到1945年，他所管理的基金相较于市场的零回报，在15年时间内价值实现了10倍增长。在那样一个艰难的环境中，这的确是一个相当杰出的表现。

最近的一篇论文是大卫·钱伯斯（David Chambers）和埃尔罗伊·蒂姆森（Elroy Dimson）写的“凯恩斯，股票市场投资者”。他们在论文中添加了更多的凯恩斯投资风格改变的有趣细节。正如钱伯斯和蒂姆森写道：“作为一个年轻人，凯恩斯对自己的能力非常自信，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他非常积极地进行交易，结果就是他作为学院捐赠基金管理者的早期业绩并不好，这种情况一直持续到20世纪30年代初。”

在20世纪30年代，凯恩斯改变了之前使用的方法。除了1938年，在其他年份中他均领先于市场。这种改变表现在多个方面。首先，他的交易次数减少了。他变得更耐心和关注长期了。

下表是以10年为期他的投资组合周转率：

1921—1929年	55%
1930—1939年	30%
1940—1946年	14%

周转率的变化只是凯恩斯策略改变的一个方面。另一方面是在市场衰退中他如何反应。在1929年到1930年期间，凯恩斯卖掉了他持有股票的五分之一并且转而投资债券。但是当市场在1937—1938年衰退的时候，他增加了自己持有的头寸。自始至终保持90%的仓位。

这是一个显著的变化，又一次反映了他对股票短期波动担忧的减少。正如他的信件中所记载，他更关注所持有股票的价值。论文的作者注意到了凯恩斯的改变，“从本质上来说，他从一个基于宏观因素的市场择机者变成了一个自下而上的股票选择者。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1938年5月的备忘录中，凯恩斯对自己投资哲学做了最好的总结：

1. 仔细挑选一些投资工具（或者几种类型的投资工具），这些投资工具在一段时间内相较于它们可能真实或者潜在的内在价值相对便宜，并且相较于其他的投资更便宜；

2. 不惧艰险、坚定不移地持有这些投资工具，也许会持有几年的时间，直到这些工具实现预期目标或者事实证明购买这些证券是个错误；

3. 持有平衡的投资组合，尽管单个头寸的规模很大，但风险应当分散化，并且可能的话，不同头寸的风险应该相互对冲。

这是来自同样的备忘录里的最后一些建议：

因此，总的来说，我们都会经历衰退，要想在衰退中生存，就要尽可能地保持镇定和耐心。在这样的情境中，有些证券的价值会跌至相对于其他证券的合理平价之下，投资者应该利用市场衰退中的这类机会，而不是通过预测市场整体走势而全进全出。投资者一定不要让自己对证券的态度被每日市场行情所干扰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果这些想法在大萧条时被证明有效，这些观点对接下来发生的一切都有效。

弗洛伊德·欧德伦：在困难时期做得最好

弗洛伊德·欧德伦（Floyd Odlum）曾经被认为是唯一一位在大萧条中赚得大量财富的人（实际上他并非唯一）。

《格兰特利率观察者》的编辑詹姆斯·格兰特（James Grant）把欧德伦称为“最卓越的破产企业投资大师”。“没有人能知道未来，”格兰特写道，“但是就像欧德伦一样，我们可以在糟糕的现实中做到最好。”

格兰特同样组织搜集了很多欧德伦的轶事。在1933年夏天，当整个世界变得支离破碎，欧德伦溜达进自己的办公室，看着他忧郁的搭档说：“我相信现在有一个比以往任何时候更好的挣钱机会。”

在20世纪30年代，欧德伦喜欢混迹于那些破产的企业中。萧条形成了绝佳的价格，也成就了名字怪异的欧德伦在大萧条中创造巨额财富的故事。

弗洛伊德·博斯特威克·欧德伦（Floyd Bostwick Odlum）出生于1892年，他是律师和企业家。他在1923年以39000美元开始了他的投资生涯。在几年内，他聪明地投资了几只价值被低估的股票和其他证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券，使得资产增长到700000美元。欧德伦逐渐步入正轨。总的来说，15年内他连本带利使得资产从39000美元变为一个亿。

他的大丰收来自于1929年市场崩溃之后。欧德伦买了价格大跌的投资信托基金。正如狄安娜·亨里克斯（Diana Henriques）在《华尔街的大白鲨》（The White Sharks of Wall Street）中写道："欧德伦通过投资因为1929年的市场冲击被低估的22只投资信托基金，在一夜之间成为了千万富翁。"

他寻找那些交易价格低于其所持有现金和证券价值的公司，然后买入、将公司清算、收回现金再进行同样的交易。当然要这么做，他在市场底部的时候应该持有一定量的现金才行。事实是，当时他确实有足够的资金。

欧德伦是幸运的，也是有远见的，因为他通过提前卖掉他的一些投资品，换取了1400万美元的现金从而把握了1929年衰退带来的机遇。因此，别害怕持有现金直到你找到一些特殊的实现100倍收益的机会。

正如欧德伦职业生涯给我们的启示——萧条带来大机遇。

对大萧条的记忆——一位华尔街交易员的回忆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街交易员大卫·费尔德曼（David Feldman）亲历了大萧条。在1997年87岁的时候，他出版了回忆录《二十世纪三十年代大萧条中一名华尔街交易员的沉浮》（Ups and Downs of a Wall Street Trader during the Depth of the Great Depression of the 1930s），在书中他记录了自己的心路历程。有趣的是，他认为在回忆录题目中加上“二十世纪三十年代”是有必要的，这样不至于和后来发生的同类事件相混淆。

那是一个残酷的时代。费尔德曼随机挑选了一些上市股票来说明当时市场遭受的重创：

股票	1929年最高点（美元）	1932年最低点（美元）
通用电气（General Electric）	403	8.5
奥的斯电梯（Otis Elevato）	450	9
共和钢铁公司（Republic Steel）	146.25	1.875
华纳兄弟（Warner Bros·Pictures）	64.5	0.5
漫威公司（Johns–Manville）	242.75	10
斯皮格尔–梅–斯特恩公司（Spiegel–May–Stern）	117.875	0.625

另一位大萧条时期的作家弗雷德里克·刘易斯·阿伦（Frederick Lewis Allen）在文中将市场描述为“在信用上千疮百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

孔…… （并逐渐）演变成一个精美设计的扭曲价格机制的系统。”

在2008年的危机中，大量对冲基金强迫清算，很多投资者采用过高杠杆操作。股市像鸟儿被击中一样快速坠落。在每个案例中价格的下跌都是理性的吗？不是。

1932年通用电气真的每股只值8.5美元吗？华纳兄弟每股只值50美分吗？当然不是。

衰退之后，个人和企业的财富都大幅缩减。但同样也有很多企业合并做强。阿伦写道，在20世纪30年代， 人们“更热衷于合并企业而不是扩大经营或者成立新公司”。随着股价低落，在美国公司中持有大量现金的投资者便有机会攫取利益。当你能够在股票市场上用不到新油井一半的价格来收购现有油井时，为什么投资钻探新油井呢？当你能够以20美分的价格收购竞争者时为什么要花钱建造新的工厂呢？

危机之后就是购买的好时机——这是一个重要的启示，正如费尔德曼指出的：“股票价格如此的低，只要一家公司没有破产，无论你买什么，肯定迟早都会上涨。”

我们可以把这个叫作“费尔德曼衰退投资法则”。

你不能确定你买的股票不会从16美元跌到1.5美元。事实上，我买过一些股票确实发生了这种情况。但是我的股票又涨回来了。为什么？因为我小心挑选财务状况良好和合理管控债务风险的公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在那些价格没有恢复的股票上承受了巨大损失，这往往是因为这些公司的资产负债状况极差，无法抵御危机。

费尔德曼衰退投资法则并不像听起来那样容易操作。在1933年年末， 5000多家银行倒闭，数以千计的公司破产。例如奥本汽车（Auburn Automobile）， 1929年其股价最高时达到每股514美元，而到1933年，价值接近于零点。我相信1929年的投资者根本无法想象奥本汽车在3年内股票价格会降至几乎等于0。这无疑是一场金融灾难。

20世纪30年代所发生的金融危机确实很难看透，单纯看统计数据本身很难理解其全部，但是从我们目前已经掌握的资料看，就已经非常惊人。根据国民经济调查局调查显示，从1929年到1932年，工资水平降低了40%，股息降低了56%。在1932年，失业率将近25%。在布法罗，失业率为31%，这在美国工业城市中并不多见。

一周工作5天，每天倒班工作11个小时，这样一份南加州纺织厂的工作每星期能挣8.25美元。如果得到一份这样的工作，会是很幸运的。 16岁以下的儿童在纺织厂苦干一周才能得到3.1美元的薪水。

当然，那时的一美元比现在的一美元更值钱。你可以用两美分邮递一封信，用五美分硬币买一杯咖啡，一加仑汽油只有8美分，午餐可能会花费你一美元，并且不用排队。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在罗斯福政府放弃金本位之前，一盎司黄金只值20.67美元。同样一盎司黄金今天价值1400美元。“一些人相当天真地认为年均2.5%的通货膨胀是良性的”，大卫·费尔德曼写道，“事实上， 2.5%的通货膨胀是可怕的。在过去10年的时间里，这导致了生活成本提升了28%。”（按照真实的回报，对于股票市场投资者而言， 1966年后的15年比20世纪30年代那些年更糟糕，因为通货膨胀水平是如此之高。而在20世纪30年代，物价是下跌的。）

费尔德曼从中学到了什么？像其他人一样，他在衰退中和衰退后承受了巨大的损失。“这些经历教会我一件事情，在投资中，覆水难收，”他写道，“只有未来才是重要的。”

在2008年，我不知道是否我们正走向20世纪30年代那种衰退。我认为自从20世纪30年代以来，我们无时无刻不处在悬崖边缘。作为一名投资者，尽管我知道——并且在那时也曾记录下来——在那样的估值水平下，离开市场是极其错误的。

我同样学到了拥有一些现金的重要性。“现金为王，”费尔德曼在大萧条期间写道，“如果你碰巧有一些现金的话，你会抓住很多机会。”现金意味着你有选择权并且你不需要求助那些善变的贷款人。

正如17世纪流浪者和回忆录作者杰克·卡萨诺瓦写道：“我的坏运气不比好运气少，这一点证明……美好来自于邪恶正如邪恶来自于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美好。”同样的， 2008年是披着危机外衣的好运年，投资者能够以极低的价格挑选新的股票并持有。

因此让我们再回顾一下从欧德伦那儿学到的经验：持有现金是好事情，并且永远别怕在事情看起来糟糕的时候买入股票。

约翰·迪克斯：避免负债

1929年衰退之后，市场经历了一段不错的复苏。在1930年4月，市场已经从1929年11月13日最低点增长了41%。许多人相信最差的时候已经结束了。其中之一就是证券分析之父、巴菲特的老师、自己本身也是杰出投资者的本杰明·格雷厄姆。

1930年，格雷厄姆36岁，在市场上已经取得了一系列的成功，即将成为一名百万富翁。因此，正如他自传中写到的，当他遇到了一名成功的已经退休的93岁商人约翰·迪克斯（John Dix）时，格雷厄姆充满了自以为是的信心。当迪克斯向他抛出一系列问题时，他发现迪克斯“充满警惕”。然后迪克斯问他欠了银行多少钱。迪克斯对他的答案并不满意。

这是因为格雷厄姆在他的投资基金中使用了大量的负债来购买股票。当迪克斯听到了这个情况，他以最诚挚的态度给了格雷厄姆严肃的警告。迪克斯说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆先生，我想让你做一些对你很重要的事情。明天坐火车去纽约，去你的办公室卖掉所持有的证券然后偿还借款，并把所剩资金退还给你的合作者。如果我处在你的位置，我晚上连一小会儿都睡不着，我相信你也应该睡不着。我比你资历老得多，经历得多得多，你最好采纳我的建议。

格雷厄姆当然没有采纳他的意见。他甚至在回忆录中写道：“带着诚挚的谦逊谢别这位老人。”

当然，迪克斯是对的，最坏的时候来了。“我常常想知道如果我听从他的建议，我的生活会是怎样，”格雷厄姆沉思着。格雷厄姆在1930年遭受了巨大损失，是他人生经历的最大损失：

	本杰明·格雷厄姆联合账户	道琼斯指数
1929年	−20%	−15%
1930年	−50%	−29%
1931年	−16%	−48%
1932年	−3%	−17%
整个时期	−70%	−74%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1930年以后，他再也没有扩张过他账户里的负债，并且从那以后无论市场多么残酷，他都做得更好了。假设1930年，格雷厄姆的投资伙伴44%的资产都来自于借款，只是跟随市场就会把他的财富全部亏损掉。另一位杰出的投资者、格雷厄姆的学生欧文·卡汗（Irving Kahn）写过关于格雷厄姆在20世纪30年代所经历的考验：“这个基金能够存续下来本身就是一项巨大的成就。 1931年到1932年只有微小的损失确实让人钦佩。”

格雷厄姆的错误是使用了过多的负债。这就是为什么迪克斯告诉他无法安眠的原因。迪克斯对杠杆的危险性深有体会。格雷厄姆故事中的启发在于他卷土重来并且后来在市场上获得了高额收益。

看样子，他的教训也是我们在每一轮周期中一定要学到的教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章　　百倍股筛选：必要法则

让我们回到本书开始的地方，查克·阿格拉的演讲“一部投资人的奥德赛：寻找卓越的投资”开启了菲尔普斯的百倍股寻找之旅（见第一章）。阿格拉在其投资生涯中持有过很多百倍股，一生的投资经验教会他实现一百倍收益的关键原则。

在这本书即将完结的时候，我前往阿格拉那间远离华尔街喧嚣的办公室拜访了他。

我沿着华盛顿西边的环城高速南下，然后转向西行，深入弗吉尼亚州。城市景观逐渐变成了绿色的田野和森林。我驾车经过酿酒厂、马场和碎石栏杆，穿过了几个有着古董店、老磨坊和教堂的小镇。

最终，我来到米德尔堡，一个风景如画的约有600人的小镇。然后，我转入一条安静的小巷，找到了曾经的酒馆，现在粉刷一新成为了一间办公室。

这就是小查克·T. 阿格拉的公司总部所在地，满书架的书和墙上骑兵艺术品让人倍感宁静和舒心，这让我感觉好像来到了某人的家中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿格拉今年72岁，从1968年以来就开始从事证券交易。他是我们这个时代最伟大的投资者之一。我保留着1993年到2013年他写给投资伙伴的一系列信件的合集，书名为《复利的力量》（The Power of Compounding）。在这期间，投资于阿格拉基金的1美元会变为将近20美元，而投资于标准普尔500指数的1美元仅增至5.59美元。

正如我之前提到过的，阿格拉在2011年做过一次演讲并向听众介绍了托马斯·菲尔普斯和他的书《股票市场中的百倍股》。菲尔普斯的书是阿格拉最喜欢的书之一。所以我很高兴能有时间和阿格拉及其团队成员——汤姆·萨博海根（Tom Saberhagen）、克里斯·切洛内（Chris Cerrone）、本·福克斯（Ben Fox）进行交流。我们在自1728年起就存在的红狐狸酒馆共进午餐，这儿离他的办公室只有400英尺。

正如我所提到的，阿格拉的投资组合中有好几只百倍股。

他在1977年以每股120美元的价格买了伯克希尔·哈撒韦公司的股份。现在每只股票的价值都是买入成本的1750倍。在交流期间发生了一件有趣的事，公司的合伙人和基金经理汤姆交给我一份阿格拉信件的复印件。对我来说，这是一份非常有意思的读物。我像其他人读小说一样爱读这类资料。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一份1995年的信件中，阿格拉讲述了他作为一个年轻的经纪人，如何购买伯克希尔公司的股份。他逐渐积累了40份股票。然后在1981年，他决定进军房地产。当时，他有一个公寓改造的项目急需资金。所以他把所持有的39份股票以500美元一份卖掉了，只留下了一份。当然，这个项目变成了一项超级昂贵的计划。那些当时价值19500美元的39份股票，现在价值810万美元。

另外一只百倍股是美国电塔公司（American Tower），1998年从美国电台分拆出来。阿格拉用了80美分每股的价格投资其股份，现在每股价值93美元。根据档案记载，这只股票在我们聚会的时候他依然持有，并且在他的投资组合中占有最大比例。

阿格拉的方法简单易懂。他将其称为三条腿的凳子。他寻找满足下面三个特征的股票：

- 历史上股票价格的复合增长率很高的企业；
- 经理人有很强的管理能力，对待股东财富的态度如同自己也是合伙人；
- 能够以某种方式不断将自由现金流再投资，持续获取高于平均值的收益。

我们会在本书中讨论这三个方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如他告诉我的，年纪越大，他越能看清事情的本质。最本质的东西是第三项特征。这是支持百倍股最核心的要素。他在一封信中写道："多年以来，一旦已经确定了一家优秀的企业，我们越来越多地关注再投资的问题，将其视为成功投资理念中唯一最重要的因素。"

设想一家公司投资了100美元，一年内实现了20%的资本回报。这是一个高回报，会让阿格拉感兴趣。 20%的回报率意味着20美元的收益，但是一个真正好的投资思路的关键在于，将这20美元连同原来的100美元进行再投资并获得20%的投资收益，如此不断重复。

另外，你会注意到公司没有分红。如果一家公司支付红利，它进行再投资的资金就会减少。而投资者收到的红利还需要纳税。理想情况下，你希望找到一家能够以更高利率不断进行再投资的公司。这样，每天结束时，你都会拥有更多的资金积累，并支付更少的税负。

回到这个例子中，第一年的年末，你会收到120美元，很快，神奇的现象开始发生：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1	$ 120.00	6	$ 298.60
2	$ 144.00	7	$ 358.32
3	$ 172.80	8	$ 429.98
4	$ 207.83	9	$ 515.98
5	$ 248.83	10	$ 619.17

四年后，你能实现双倍增长。十年后，你会收获6倍回报。 25年后，你会有100多倍的投资回报。当然，你不必一直持有。同样也不敢保证这家企业会一直保持这样的增长速度。我只是给你展示复利的魔力。

复利是阿格拉方法的核心。他想要找出这样的好企业，并坚持持有——就像菲尔普斯一样。

我想补充一点，阿格拉管理的是一家投资比较集中的基金，权重前五到前七只股票常常能够占到他投资组合的一半，这是我们在第十章所提到的，好的投资者总是将精力集中在最好的主意上。

午餐时间，我们一直在讨论公司和股票，阿格拉很高兴也很放松，他从不去看他的手机。他谈论投资时充满智慧和幽默感，他聊到了菲尔普斯和百倍股，讲到了自己读的书和学到的教训，这是优秀的投资者交流的方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相信我，我见过很多成功的投资人，从阿克曼到万格（你或许知道潘兴广场资本管理公司的比尔·阿克曼，但是你可能不知道拉尔夫·万格，他管理的橡树基金持续很多年表现优异，并写了一本有关投资的书《狮子王国里的斑马》）。

你会发现我们没讨论的东西也极具启发：

- 我们没有讨论美联储；
- 我们没有讨论整个市场；
- 我们没有讨论美元汇率。

不是说这些东西不重要。它们很重要。但是它们是不可预知的事情。好的投资者不会在这方面花费太多的时间。他们关注于如何搜寻好的投资机会——像阿格拉寻找伯克希尔·哈撒韦公司和美国电塔公司一样。这些股票比人们关注的宏观问题更重要。

寻找百倍股的必备原则

最重要的原则是上面已经提到的一点，因为它太重要，所以我们要再一次重复：你需要寻找到一家有着高投资回报率的企业，并且能够再投资从而年复一年地赚取高额收益。

其他一切都从属于这条原则之下。下面是这些原则的总结：

原则1：你必须去寻找百倍股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这不是显而易见吗？或许是吧。但这一点确实非常重要。

这就是为什么菲尔普斯在开始其论述之前，引用四个男人实现一个愿望的比喻。第一个人想要一头驴，他得到了。第二个人想要十头驴，他也得到了。这里想说的是如果你只想要一头驴，那你只会得到一头驴（而如果你想要十头，你得到的也不会比十头多）。

菲尔普斯同样用他在赤道几内亚猎捕大象的经历类比投资（我知道两者并非同样的领域，这样的类比并不是很恰当）：“当寻找最大猎物的时候，别被其他小的猎物所诱惑。”

所以说，寻找百倍股的第一条准则是你必须主动去找到它们，这意味着你不能被八分之一大小或者四分之一大小的猎物所吸引。别把有限的精力浪费在可能会产生不错收益率的股票或者可能会增长30%或者50%的股票上。

你只有有限的时间和有限的资源能用于股票研究，所以将你的努力集中在最大的猎物上：那就是大象，那就是百倍股。

原则2：增长，增长，更高的增长

这个问题也无法回避。通常在百倍股的研究中，所有的百倍股公司都会比刚开始时变得更大（有一个例外，我会在下面说明）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以你需要增长，大量的增长，但并非所有增长都对百倍股有所帮助。你需要的是使得价值提升的增长。你需要“好的增长”。如果公司销售额增长了一倍，流通股数量也增长了一倍，那就不见得好。你需要关注销售额和每股收益的增长。

同样的，如果一家公司通过降价来提高销售额，但却导致每股收益下降，这或许就不是你寻找的那种增长。你想要找到的是一家有巨大成长空间的企业，这会带来再投资的机会。

确实，我并没有刻意区分销售额增长还是盈利增长。投资者当然希望看到两者都有所增长，但是在百倍股中也有一些公司销售额快速增长，但报告期盈利并没有高速增长（之前提到的康卡斯特和亚马逊就是这类例子）。

不论盈利水平如何，盈利都是报告上的数字。然而，盈利的能力则体现了股票以超过平均水平的增长率获取高于平均水平的资本回报率的能力。这对于评估公司的长期竞争力非常重要。

菲尔普斯在他的著作《股票市场中的百倍股》中区分了这一点。他写道：“很多人不能正确区分盈利水平的短暂波动和盈利能力的基础性改变，这造成股票市场上大量的过度交易行为，投资者也因此而错失了很多实现百倍收益的机会。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要太关注季度报告中的每股收益数据，以免被误导。事实上，即使一年的时间都不足以判断一家企业的好坏。研究企业的盈利能力更加重要。一家公司可能披露的盈利水平减少，但长期的盈利能力并没有受到影响。同理，盈利也许有增长，但潜在的盈利能力可能反而在减弱。例如，一家公司或许实现了不错的盈利，但其中有很大比例来源于出售资源的一次性所得。

所以，怎样才能将暂时的盈利下降与企业的真实情况区分开呢？你需要了解你所投资的企业，这是必须的。如果你不了解所投资的公司，当然不可能做出明智的判断。来看下面这个例子。

有一家我很喜欢的公司叫通用金融（General Finance，GFN）。这是一家很简单的公司。它出租集装箱——你可以在建筑工地看到这类东西，它们主要用来储存各种物资。

除此之外，通用金融公司还出租下列物品：

- 货物集装箱——提供给公路和铁路运输公司使用——可以用来储存干散货和冷冻货物；
- 便携式建筑集装箱——实际上是移动的迷你办公室或者午餐室、急救室等——，其使用者包括建筑公司或者自然资源公司，甚至在一些公共事件中也可以使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 便携式液体储罐容器——可以装运废水，化工产品和其他液体——用于石油和天然气运输、环境治理等方面。
- 移动办公室和模块化建筑。

集装箱租赁行业的经济效益好得不可思议，回收期只有短短几年，而资产寿命却长达40年。所以在这个行业可以发现高资本回报率。集装箱租赁行业的市场被分割成若干小市场，通过并购小型企业可以获得巨大的成长空间。并且该公司拥有罗恩·瓦伦塔（Ron Valenta）这样一位有才华、并且能力被业界认可的业主经营者管理着公司。

通用金融公司向石油天然气客户出租储罐容器，因此在2015年年初，天然气和石油销售量下降导致公司盈利下降，进而引发股价大跌。但是公司的盈利能力真的打了折扣吗？长期的盈利能力仅仅因为一次下降就消失殆尽了么？

答案当然是否定的。

公司依旧拥有可以到处出租的集装箱，数量多达37000个，公司的客户非常分散化，据统计，通用金融公司为20个产业内超过30000家客户提供服务，公司资产并未流失。

这些资产依旧会产生大量现金流，仍然有很多小型公司可以持续租借，就像瓦伦塔在一次采访中告诉我的那样：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦收购一家公司，我们可能会花费与收购过程同样甚至更多的时间在这家公司上。我们有非常丰富的产品线，因此可以改进这家公司的经营。我们会考察该公司的计费系统，是按月还是每隔28天开出账单？是否有损失险？怎么样处理货运中的问题？我们对该公司进行上述分析，并思考我们能做些什么……我们不是简单的收购者，我们真正擅长的是收购企业然后极大地提升其价值。我们是有原则的收购者，但是更重要的是，我们通过资产运作创造价值。

什么都没有改变。改变的只是由于客户层面的周期性变化而导致盈利暂时下降，没有新的竞争者威胁，没有管理层的重大变化，没有新的监管或者其他因素显著改变这家企业的运营。

这是我思考问题的方式。每个人都知道，只有对所做的事情有足够的了解，才能把事情做好。少花一些时间阅读经济预测报告和股市预言家的文章，将更多的时间用于理解你持有的股票。如果你不愿这么做，你就不会实现100倍的增长。

原则3：偏好低估值倍数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你肯定不想为股票支付高到愚蠢的价格。

如果你为一家公司支付的价格等于其利润的50倍，该公司去年每股收益为1美元。要实现100倍收益需要满足什么条件呢？如果市盈率保持50倍不变，那么每股盈利要增长到100倍；如果市盈率降至25倍，每股盈利需要增长到200倍。

不要让投资这么艰难。

先前，在吉列公司的案例研究中，我们看到了市盈率从20倍下降到10倍使得吉列公司的投资者并没有因为公司盈利增长而获得多少收益。

但是另一方面，如果你想实现100倍增长，你不应该在垃圾股中搜索。好的股票一定已经拥有很多的投资者粉丝，并且如你所想，很多人会花费大量的时间，甚至把每年52个星期中大多数的时间用于分析这些股票。用便宜的价格买到真正好企业的机会非常少见。如果你把时间浪费在搜寻市盈率为5倍的股票上，或者价格相较于账面价值深度折价的股票，那你就找错了地方——至少对于百倍股投资者来说是如此。当然，你或许会非常幸运，但是设定的条件越少，潜在的目标会更多。

我之所以说低估值倍数的股票“更受偏爱”，是因为不能针对这一指标设置严格的标准。有时候，即使是50倍的市盈率也是相对便宜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。你必须要在价格和其他因素之间进行权衡。

记住，时间是伟大企业的朋友。为一家好公司支付较高价格是值得的。给大家举个例子——盈透证券，这是一家在线经纪公司。

马修·古德曼（对怪兽饮料做了案例研究的分析师）对盈透证券进行分析，这只股票我们在时事通讯中做了推荐。他展示了这家公司如何把新科技运用在传统业务上。它的交易平台比竞争者更加有效，并且为投资者提供了最便宜的选择。

你可以在行业新闻上看到这则故事，高盛公司指出：

- 根据传奇交易者彼得·勃兰特（Peter Brandt）对于盈透证券的讨论，“在一个交易平台上，通过一个账户，我可以完成世界上的任何交易——从美国到全球的期货市场、美国和全球的证券交易所、期权、外汇，你所能想到的一切……瑞士信贷也可以提供同样的服务，但前提是账户规模达到5000万美元。高盛和D-bank也是如此。据我所知，其他提供同样服务的公司对账户规模的要求均不会低于500万至1000万美元。”

- 美国银行、 JP摩根和其他公司给他们的对冲基金客户提供工具。其中一些工具，例如E-Trade，差不多就是全球的交易账户。这些客户现在都去哪儿了？答案当然是盈透证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 史考特证券（Scottrade）将他的客户介绍至盈透证券的平台。史考特证券是盈透证券的竞争者，但它已经投降了。

古德曼写道：“你可以通过数据发现上述事实。”他展示了在盈透证券平台上新开账户数迅速增长。

盈透证券电子经纪业务统计

	2015年	增长率		
	4月	相对前一个月增长率	相对前一年的增长率	相对前一个月的年化增长率
单位：千户				
总账户	302.0	2%	18%	23%
新账户	5.6	−16%	40%	
单位：10亿美元				
客户资产	65.2	7%	32%	780%
客户贷款	33.6	6%	24%	68%
客户信用交易贷款	8.7	8%	27%	97%

“这部分内容可以在盈透证券网站的信息检索部分查到，”古德曼写道，“我加上了最后那一列，‘相对前一个月的年化增长率’”。关键点在这里：尽管逐年的增长看起来很惊人，但是按月计算的增长更加震撼。客户资产比总账户数增长得更快。这是一种明显的良性趋势，因为这意味着该公司吸引着更富有的人们，他们账户中的资金量更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

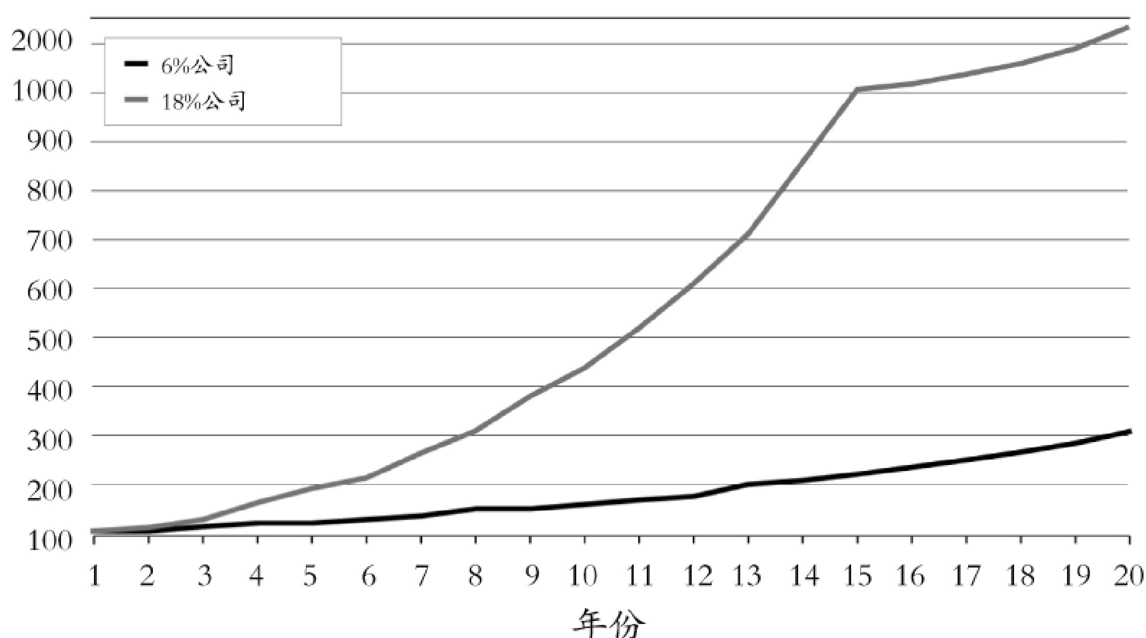
因此，这是一家高速成长的公司。但是如果缩减其多余资本，该公司2014年的市盈率为25倍。这样的市盈率倍数并不低，那么这只股票还值得投资吗？

伯克希尔·哈撒韦公司副主席查理·芒格说过：

> 从长期来看，投资股票的收益率很难显著超过对应公司的盈利水平。如果一家公司持续40年资本回报率为6%，你持有了40年，那么你的平均投资收益率与6%不会差别太大，即使你最初是以较大折扣买入的。相反，如果一家企业在20年或30年内每年获得18%的资本回报率，即使你花高价买入，你也会最终取得不错的结果。

“这句名言是百倍股哲学的基石，”古德曼写道（并且这是我们第二次在此书中引用这句话）。我们要寻找那些有高额资本回报的公司。这是实现百倍收益的关键因素之一。这句话就是这个意思。下图更直观地解释了芒格的说法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你可以看到6%的收益率和18%的收益率之间的不同。

在20年之后，资本回报率为18%的公司的股价差不多是另一家公司的8倍。这个例子给我们的启示是：别错过以公平价格买入好公司的机会，在这个图中你会清楚地看到其中的原因。

“一种方法是用PEG指标看这幅图，”古德曼建议，“PEG指标是市盈率/年度EPS增长率。如果利润增长率为20%，那么20倍的市盈率就是合理的。任何远远超过1的PEG指标都表明股价太贵了。”

2010年到2014年，盈透证券的税前利润增长率分别为19%，35%，-8%，33%和29%。2014年该公司盈利增长29%，股票市盈率为26，PEG小于1，在如今的市场上，这类高质量并且增长如此之快的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司是很少见的。事实上我们能在该指标小于1时买入是捡了一个很大的便宜。

这个例子告诉你应该如何思考。记住一点：你支付的市盈率倍数越大，需要的增长率就越高。

再复习一遍本原则：尽量选择低估值倍数的股票。

原则2和原则3一起构成我所谓的百倍股的孪生引擎

当你以较低的市盈率投资了一家增长迅速的公司，你就获得了成就百倍股的两个引擎。在这两个因素的共同作用下，你的资产价值会迅速提升。

在这本书前面的部分，我们介绍了安全食物公司（MTY Foods）的极端例子。该公司最初的市盈率为3.5倍， 10年内收益增长了12.4倍，但是这只股票最终成为一只百倍股，因为其市盈率从3.5倍升至27倍。你应该知道这很少见，但它很好地证明了此处的观点。

原则4：护城河是必要条件

一只百倍股要求长期保持较高的资本回报率。从定义上来讲，护城河就是使得公司可以获得这类高收益的屏障。因此，花时间想一想公司是否拥有某种护城河是有益的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书有一整章讨论了这个问题，所以我不会在这里再过多重复。我只是要再加入一点基本的数学来说明高资本收益率的重要性和——这里的第二点你肯定不会忘记——以高利率进行再投资的重要性。

有必要重申菲尔普斯在他书中举的例子。假设一家公司每股账面价值为10美元，资本收益率为15%，一年结束后，在没有分红的情况下，每股账面价值为11.5美元。第二年年末，每股账面价值为13.22美元，第三年年末达到15.20美元。

“五年后，公司账面价值会翻倍，”菲尔普斯写道。“十年内，会升至最初的四倍。 33年后，会达到一百倍。”

如果公司分红的话，这个故事将会完全不同。假设分红比率为1/3，升至四倍需要花费15年，而不是10年。 33年后，它会只增长到最初的23倍，而不是100倍。

“很显然，”菲尔普斯总结道，“分红对于寻求最大增长的投资者来说是昂贵的奢侈品。”如果你必须从投资中提取一定数量的收入，那就别指望你的投资回报能赶上无分红的投资回报。如果你买一头牛来产奶，就别指望它比隔壁的马跑得快。

阿格拉对分红也持有同样的观点。对于许多百倍股来说，分红在整体收益中占据着很重要的地位。但是，我们应该更喜欢那些可以将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全部收益以高回报进行投资的公司。如果支付红利，再投资的资金量就会下降，就会减少回报率。

如果分红是拖累，那么杠杆就是加速器。一家资本回报率为15%的公司可以通过借入适量债务将回报率提升至20%的水平。但是这也会提高股票风险。

获得百倍收益还有其他的方式。自然资源，例如新油田的发现可能让你收获一只百倍股，新发明或者具有突破意义的新药物也有这样的效果，但是这些很难预测，所以我更为重视寻找那些具有高资本回报率和较强再投资能力，能够连续多年产生高回报的公司。

护城河，即使是较窄的护城河也是必要的。

原则5：偏好小公司

以橡子开始，会收获橡树。以橡树开始，你不会收获同样惊人的增长。这很明显也很重要。

苹果已经是一家伟大的公司，但在现有水平上它不可能成为一只百倍股。该公司股票市价已经高达7500亿美元。如果实现百倍回报，其市值要达到75万亿美元。这比美国经济体量的四倍还多。有些时候这会是一只好股票，但是到达某个点时，大数法则会阻碍你实现目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面，你不必认为你需要从那些微小盘股市场中购买价格为25美分的股票。我们研究的365只股票中，公司的销售额中位数约为1.7亿美元。这个数值未考虑通货膨胀。这只是想告诉你百倍股投资可以从类似规模的公司开始。在任何时代， 1.7亿美元的销售额都应该是较大的企业了。

一般来说，我建议关注市值小于10亿美元的股票。这并不是必须的（记住只是“偏好”小公司），但在小公司中搜寻百倍股比在大公司中搜寻的收益更大。

原则6：偏好业主经营者

我们之前用了整整一章来讨论这个观点。近50年来，许多最成功的公司背后都有一位富有远见、韧性和能力的所有者：沃尔玛的山姆·沃尔顿、苹果的史蒂夫·乔布斯、亚马逊的杰夫·贝索斯、伯克希尔·哈撒韦公司的沃伦·巴菲特。这个名单很长，我们在之前的章节中也曾提到过其中几位。

有一位杰出的业主经营者有助于投资者坚定信念。我发现如果知道有一位才能卓越的业主经营者持有大量股权同时也掌管着公司，我们会更容易在公司陷入困境时坚定地持有这只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我还要提醒你一些永远都不能忽略的事实：公司发行股票不是为了让投资者挣钱，你之所以能买到股票是因为有人想卖掉它。

抽象地考虑这个问题，似乎人们期望在股市中挣到钱是没有理由的。但是投资一家由业主经营者管理的公司却很可能让你挣钱。因为投资者其实是公司的合伙人。如果你所要投资公司的控制人自己也持有该公司的大量股权，那么对他们有利的决策也同样对你有利。反之亦然。

这一原则并非100%准确，但是投资这类公司往往比投资所有者和经营者分离的公司更好，因为有助于解决由来已久的代理问题。所以，努力发掘并投资那些所有者和经营者为一体的公司吧。

当然我们只是说最好这样，这一点并非必须。同样有一些公司很难为其找到一位对应的CEO。在我们研究期间（1962—2014年），吉列公司是一只百倍股公司。但我都无法把吉列公司和某一位甚至任何一位CEO联系在一起。这家公司确实比其创立者和业主经营者存活得更为长久。

原则7：你需要时间，咖啡罐方法可以帮助你

一旦你经过努力，找到了一只能成为百倍股的股票，接下来就需要给它足够的时间。在我们的研究中，即使最快的百倍股也需要5年才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能实现。更普遍的情况是20—25年。

了解这点之后，你需要想办法克服人们最糟糕的天性——缺乏耐心，也就是总想要“采取行动”、想要“做些什么”的强烈冲动。为了克服这种有害的心理趋势，我送你一个咖啡罐作为帮助。我是咖啡罐方法的粉丝，并且本书之前也用了整整一章来讨论这个想法。

咖啡罐方法的天才之处在于其简单易行。你拿出一部分资金，构建一个“咖啡罐组合”。在投入资金后，你坚持持有10年。就是这样。

10年后，看看自己的收获。咖啡罐的经验告诉我们你在其中至少会发现一只带来巨大盈利的股票。这样做比你积极地管理股票收获更多。

你或许会把这个原则视为小伎俩而忽视它。但是我真诚地希望你找到方法不去调整自己持有的股票。让果实在藤上自然成熟，别过早地摘下它们。

原则8：你需要一个真正好的过滤器

世界充满了噪声，尤其是财经媒体上的噪声更多。每天都会有一些重要的或者它们让你认为重要的事情发生，它们报道市场的每一次变化，报道每一次美联储会议。他们记录那些永无休止的金融数据和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究报告，他们提供平台，不断地请所谓的权威人士来巡演，每个人都想预测市场走势，预测利率、原油或其他价格的变动等。

我自己对于百倍股的研究说明这些统统是浪费时间的行为，对于你寻找百倍股是极大的干扰。

为了克服这个问题，你首先需要理解的是股价会因为各种各样的原因变动。有时候一个月内股价会发生巨大波动，上升或者下降，然而公司本身在此期间只是发生了缓慢的变化。

这方面有很多例子。为了方便起见，我把分析师马修·古德曼提供给我的百倍股怪兽饮料公司（前文提到过）的简单资料分享给大家。

这是某种类型的“热度图”，表中列示了2000年到2015年怪兽饮料公司每月的股价变动。表格的最右边一列是年度价格变动。

从下面这个表格中，你发现了什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	1月	2月	3月	1季度	4月	5月	6月	2季度	7月	8月	9月	3季度	10月	11月	12月	4季度	全年
2015	7.94%	20.67%	−1.93%	27.73%	−0.93%	−7.17%	5.30%	−3.16%	3.14%			3.14%					27.58%
2014	0.19%	8.98%	−6.15%	2.48%	−3.59%	3.61%	2.38%	2.28%	−9.95%	38.23%	3.69%	29.06%	10.05%	11.17%	−3.39%	18.20%	59.88%
2013	−9.35%	5.34%	−5.39%	−9.65%	18.14%	−3.21%	11.43%	27.42%	0.26%	−5.90%	−8.96%	−14.10%	9.53%	3.41%	14.52%	29.70%	28.26%
2012	13.44%	9.41%	8.59%	34.77%	4.69%	11.69%	−1.93%	14.67%	−6.71%	−11.26%	−8.28%	−24.07%	−17.41%	16.57%	1.52%	−2.26%	14.70%
2011	8.34%	1.59%	4.66%	15.19%	9.86%	8.31%	12.98%	34.44%	−5.36%	11.35%	2.32%	7.83%	2.06%	3.48%	−0.07%	5.54%	76.24%
2010	0.16%	8.11%	4.33%	12.97%	1.75%	−11.55%	0.15%	−9.87%	7.16%	7.49%	3.51%	19.23%	9.87%	3.90%	−1.77%	12.14%	36.15%
2009	−0.12%	−0.66%	8.17%	7.33%	13.22%	−10.01%	−15.87%	−14.28%	0.52%	5.29%	12.49%	19.05%	−1.63%	−3.27%	9.84%	4.52%	14.49%
2008	−12.92%	7.62%	−14.94%	−20.28%	0.28%	−11.75%	−7.75%	−18.36%	−20.68%	20.21%	10.12%	5.00%	−16.33%	17.54%	12.70%	10.84%	−24.25%
2007	13.12%	−8.14%	8.23%	12.47%	0.84%	4.19%	7.99%	13.46%	−5.68%	10.75%	26.24%	31.88%	19.97%	−36.18%	2.03%	−21.88%	31.47%
2006	11.37%	6.38%	35.05%	60.00%	2.66%	42.83%	2.99%	51.02%	−3.36%	−40.13%	17.94%	−31.76%	−2.22%	−11.46%	19.77%	3.69%	70.96%
2005	12.78%	6.64%	37.36%	65.20%	−5.60%	31.64%	13.52%	41.07%	9.26%	7.44%	−5.31%	11.15%	7.48%	53.64%	1.44%	67.52%	333.92%
2004	5.66%	32.14%	18.92%	66.04%	−1.14%	89.66%	−4.24%	79.55%	−18.99%	16.41%	1.34%	−4.43%	9.93%	27.11%	7.58%	50.33%	328.30%
2003	0.00%	−3.70%	3.85%	0.00%	−3.70%	3.85%	0.00%	0.00%	18.52%	15.62%	−2.70%	33.33%	16.67%	33.33%	−5.36%	47.22%	96.30%
2002	−3.70%	0.00%	3.85%	0.00%	−3.70%	3.85%	0.00%	0.00%	−3.70%	0.00%	0.00%	−3.70%	3.85%	0.00%	0.00%	3.85%	0.00%
2001	8.33%	−11.54%	−8.70%	−12.50%	−4.76%	0.00%	5.00%	0.00%	14.29%	0.00%	−8.33%	4.76%	9.09%	4.17%	8.00%	22.73%	12.50%
2000	3.70%	−7.14%	7.69%	0.00%	0.00%	−3.57%	−3.70%	−7.14%	7.69%	14.29%	6.25%	30.77%	0.00%	−32.35%	4.35%	−29.41%	−14.29%

资料来源：Sentieo

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表中的数据有些令人难以置信。有的月份中，股票在一个月内损失达20%，有的月份损失甚至更多。你会看到有的月份股票价格会增长20%甚至更多。甚至有几个月，这样大幅度的波动连续出现。

你应该知道在股价剧烈波动的这些月份中，怪兽饮料公司其实并没有发生如此大的变化，它始终是一家饮料制造商。你同样可以看到在表格右边，总体来看，这只股票大多数时候还是向上运行的。

然而，如果考虑股票价格跌幅超过20%以上的那些时段，你的判断可能完全不同。你多久关注一次股价，是否每天看盘？有多大的可能你会将其卖出？也许在下跌20%之后，你决定抓住下一次机会出货，于是在一个股价表现不错的月份之后便将其卖掉。

那些过分关注价格的行为和过度紧张的心态都是无意义的，而想要进行交易的冲动多半会导致错误的结果。怪兽饮料是一只非凡的股票，你应该买入并持有。

另一种诱惑是过度关心股票市场的走向。

关注宏观的投资者喜欢分析市场指数，例如标准普尔500指数。他们喜欢引用CAPE比率（股票价格除以过去10年平均的每股收益）和其他统计指标来预测未来收益的增长轨迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场指数（例如标准普尔500指数）偏高，并不意味着你应该放弃所有股票。除非你购买的就是股票指数本身，否则这和你寻找好股票投资的事情毫无关系。

以1966年到1982年这段历史为例。

大部分投资者喜欢将这段时期视为股票市场的末日。道琼斯工业指数一路下跌（这段时期的表现比表面上看起来还要糟糕，因为这段时期通货膨胀水平很高）。因此，你可能得出不应该涉足股票市场的结论。

但是我对股票市场百倍回报的研究表明， 1966年到1982年期间，你实际上可以投资187只股票实现100倍的回报。

事实上，在17年间，如果你坚持住的话，每个月都有很多的机会实现百倍收益。在某些案例中，你甚至都不用等太长时间。从1971年开始，西南航空（Southwest Airlines）在10年内实现了100多倍的收益。 1978年开始，莱斯特·韦克斯勒有限公司（Leslie Wexler’s L Brands）用了8年时间做到了这一点。在1966年，如果你买入布洛克税务公司（H&R Block）的股票，你会在不到20年的时间里实现百倍收益。

市场指数会告诉你正处在怎样的市场环境中。在高估值的股票市场中，确实很难找到好的投资机会。在市场底部，确实很容易找到更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多投资机会（但是你可能没那么容易说服自己买入，在那些时候，市场上弥漫着恐惧的情绪）。这些事实大家都知道。

我的观点是，别浪费太多精力用于猜测股票市场未来的走向。你需要做的就是不断地寻找好的点子。如果历史能给我们些许启示，那就是好股票总是存在的。

正如我所说的，你需要一个好的过滤器来帮助自己筛选股票。

原则9：好运的帮助

我们必须正视这一点，所有投资都需要一点运气的成分。

没有人可以在2002年预测苹果公司会变成什么样子。没有人预测到它可以创造全新的市场——iPod、 iPad、 iPhone。研究过程中我放弃了一些百倍股，因为它们是无法预测的。

同样，不好的事情也会发生。你也许已经把能做的都做得很好，然后突然有一天创新出现，突破了之前的护城河。看看有多少行业最近都被完全摧毁或者遭到严重破坏——录影带租借，报纸，音乐产业甚至出租车行业。

在此引用尼古拉斯·雷斯彻（Nicholas Rescher）的著作《幸运：每天闪耀的随机性》中对机遇的优雅描述：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以肯定的是，由于人类天生就相信我们生活在一个理性的世界，我们会倾向于认为一切都会有其背后的原因……所有的一切都是上天注定，任何想要改变它的努力都是徒劳。最后，唯一的理性态度就是轻松地承受生活中的波折，并接受一切都是偶然的观点。

和生活一样，在追寻百倍股的过程中，好运气会帮助你获得成功。

原则10：你应该做一个不愿意卖出的人

那么，什么时候应该卖出？

在菲利普·费雪（Philip Fisher）的书《怎样选择成长股》（Common Stocks and Uncommon Profits）中，有一章叫作“何时卖出”。他这样总结：“或许这一章背后的思想可以用一句简单的话来表述：当购买一只普通股前期应该做的工作都已经很好地完成，那么什么时候该卖掉这只股票呢？——大多数时候应该永远都不卖。”

这句话或许是正确的。也确实有很多例子都支持这一说法，很多股票最后都远比购买时的预测涨得更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于永不卖出，我想到了阿斯特（Astor）家庭的财富故事。家族财富的创始人约翰·雅各布·阿斯特（John Jacob Astor）死于1848年，他曾经是美国最富有的个人，他把资产传给了儿子威廉·阿斯特（William Astor），威廉让家族财富进一步增长。

这儿有一份1890年面向纽约参议院委员会的有关税务问题的证词。我喜欢这段对话（并将其收录进了我的第一本书《像生意人一样投资》）：

问：你刚才说阿斯特先生从来不会卖出？

答：是的，他偶尔才卖出。

问：但是规则是他从来不卖？

答：好吧，他几乎不卖。他当然曾卖出过一些股票。

问：在这个圈子中不是流传着阿斯特家族买入但从来不卖出的说法吗？

答：他们不是那种一旦拥有房地产所有权，就准备将其卖出的人。

就像我在第一本书中所写的："阿斯特家族实现伟大财富——这是该家族保持权势并实现财富增长到更高水平的基础——的关键是非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常简单的，那就是阿斯特家族的人不愿意卖出。一旦他们持有一些好东西，他们会持有并让复利发挥魔力。”

还有一个从今天来看更传奇的例子——罗纳德·里德（Ronald Read）。

安娜·普里奥尔（Anna Prior）在《华尔街日报》上发表了有关他的一个有趣故事。标题是“留下800万美元资产的简朴的人。”

罗纳德·里德是彭尼百货（JC Penney）的守门人，“常年在他兄弟拥有部分股权的服务站工作。”那么他是怎么挣钱的呢？他很擅长挑选股票。更重要的是，他很有耐心。

他去世时持有95只股票。其中有许多他都持有了数十年。他持股范围涉及很多行业，唯独没有科技类股票。如果收到分红，他会用这笔钱购买更多的股票。他持有宝洁公司、 JP摩根、斯马克公司（JM Smucker）、强生公司等蓝筹股。他投资的股票并非每只都赚钱。但那些赚钱的股票所获收益足以覆盖其他股票的损失。

里德持有真实的纸质股票证书。这让他更方便地持有他的股票。它们变得更加真实，像是真实的资产而不是存在于电脑屏幕上的闪光的股票报价标识。

由于费用方面的原因，持有纸质股票证书变得不实际，所以他转而让官方的股权保管机构（称为过户登记处）代为持有股票。这是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种节约成本的选择，根据记录里德仅需要支付很低的费用。

罗纳德·里德的故事展现了简单投资理念的力量：低费用率，投资高质量公司，分红再投资并且——对我们实现目标最重要的条件——长期持有。

所以，你可以为“几乎从不卖出”找到很多的例子。

但是即使是费雪也指出了一些卖出的理由：

- 你犯了错误——“一家公司的真实情况比最初我们想象的差得很多。”
- 这只股票不再符合你的投资准则。
- 你想要投资更好的股票——尽管一个投资者在这个时候应该小心，并且只有当他非常确定的时候才可以转换。

看看这些准则，你会发现何时做出卖出的决定依旧不容易。人们很难知道自己什么时候犯错，你也可以说服自己相信任何事情。如果你有很明确的投资准则，那第二条或许是最容易遵守的。最后，换股也有很大风险，每只价格上涨的股票看起来都比你想卖的那只好，而且总会有股票上涨。

你会注意到所有这些原因都与股价无关。

在《股票市场中的百倍股》一书中，托马斯·菲尔普斯也是正确买入并持有的支持者。但是“这意味着一个投资者不能卖掉任何东西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗？”他问道。答案是否定的。

在此也可以用一句话总结菲尔普斯的出售建议：“如果你只能为投资行为找到一个非投资的原因，那你永远不要卖出。”

“非投资原因”包括：

1. 我的股票股价“太高”；

2. 因为税负原因，我需要已经实现的资本利得来抵消实现的资本损失；

3. 我的股票并没有上涨，而其他股票上涨了。

菲尔普斯认为当你确认自己犯错的时候就应该卖掉股票。当然需要再一次强调，就像所有优秀投资者一样，他并不把股票价格下跌定义为犯错（事实上，在牛市中，获利反而可能意味着错误。因为这代表着失去获取更大收益的机会，并且你需要被迫支付资本利得税）。

我知道很多人强调“止损”。一旦股价跌到某个特定的水平，你就需要卖掉股票。止损如此流行是因为他们帮助投资者做出一个艰难的决定——或许是所有投资中最难的决定——并且把它机械化。你不需要思考，股票跌到止损点，你就退出。

很显然，这同样限制了你获取100倍收益的能力。在实现100倍收益之前，你可能会不断地退出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大家可以看到，怪兽饮料在10年内成为了一只百倍股。还记得上面提到的热度图吗？在这10年间，我观察到至少有10个月份股价下跌了25%。在三个月中，价格下跌达到40%。如果你关注企业本身——而不是股价——你不会出售股份。如果你在这只股票上投资1万美元，你会在10年后收获100万美元。

我看到了很多这样的例子。确实如果你幸运地选对投资时点的话，你可以收获两倍或者三倍收益。但是那样的话，你会错失很多好的机会。并且，如果你要让一个外人帮你确定卖出价格的话，做这么多调查研究寻找值得投资的对象意义又何在呢？

你或许会告诉自己，“我可以以后再买回来。”但是实话实说，你会买回来吗？说比做容易。投资就是这样一种心理游戏。

更进一步来说，你或许会指出股价出现泡沫的时期。在1998年或者1999年，可口可乐市盈率达到50倍。当时就应该卖出该股票。但是，按照我们的百倍股原则，可口可乐公司的股票是一只值得买入的合格股票吗？我不这么认为。即使有那么多闪光点，它也应该卖出。

当然，按照买入并持有原则进行投资，意味着有时候你会承受巨大的损失。这是分散化投资组合的理由。对于我来说，投资股票之所以有趣是因为你可以在单只股票上赚很多钱。如果因为你害怕损失就放弃股票上涨的机会，那就像花很多钱买车却从来不开出车库一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我投资股票时心里很清楚自己可能会在任何一个头寸上遭受巨大损失。但是总体而言，我知道最终会收获不错的收益。

这里再次引用聪明的百倍股先驱菲尔普斯先生说的话，他在书中写道：“当任何规则或公式成为思想的替代物而不是思想的辅助时，我们应该记住这一原则：这些规则和公式是危险的并且应该被抛弃。”

（一位教授写信告诉我以上所述即“自我否定原则”。我认同这个说法，生活本身就是充满矛盾的。）

止损是独立思想的替代物。上文的分析有助于大家想清楚这个问题。

如果非要有一个普遍的准则，那就是：如果你做好了前期工作，在严谨的研究后买入一只股票，那么你就应该努力做一个不轻易卖出股票的人。引用我最喜欢的一句话来结束关于何时出售的这一节，这句话是第三大道基金的马丁·惠特曼所说：“我在这一行工作超过50年。我有很多次都把持有3年赚了一倍的股票出售给其他人，然后其他人在接下来6个月内涨至3倍。如果什么都不做，你会赚更多的钱。”

如果你在寻找百倍股，那么你就必须学会坐定，正确地买入并坚持持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结束语：并没有所谓的魔法公式

到现在，你会发现其实并没有实现100倍回报的魔法公式，要想找到百倍股并不是一件容易的事。不过在最后一章，我精心总结出一些基本的原则。希望你能掌握这些原则，并在寻找百倍股的过程中，随时把它们作为参考。

祝你好运，希望你能挖掘出更多的百倍股。如果这本书能够为你的投资成功提供微小帮助，我会深感荣幸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录　　历史上的百倍股（1962—2014年）

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
CAMPBELL SOUP CO	1962-10-31	150	34.5
DEERE & CO	1962-10-31	449	35.0
HEWLETT-PACKARD CO	1962-10-31	498	30.7
HORMEL FOODS CORP	1962-10-31	2330	26.7
HOST HOTELS & RESORTS INC	1962-10-31	844	22.4
MAY DEPARTMENT STORES CO	1962-10-31	135	35.7
NORTHROP GRUMMAN CORP	1962-10-31	907	31.4
ROLLINS INC	1962-10-31	3515	23.4
SEAGRAM CO LTD	1962-10-31	171	33.3
TJX COMPANIES INC	1962-10-31	6946	28.5
GENERAL MILLS INC	1962-11-30	869	28.7
LOEWS CORP	1962-11-30	3978	18.3
SHERWIN-WILLIAMS CO	1962-11-30	894	41.6
ABBOTT LABORATORIES	1962-12-31	1965	27.7
ALCAN INC	1962-11-30	126	45.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
ALLETE INC	1962-11-30	259	41.3
ALTRIA GROUP INC	1962-11-30	15120	24.0
AMP INC	1962-11-30	198	30.3
ANHEUSER-BUSCH COS INC	1962-11-30	997	27.0
BAXTER INTERNATIONAL INC	1962-11-30	656	33.3
BEAM INC	1962-11-30	391	33.5
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	1962-11-30	616	33.5
CATERPILLAR INC	1962-11-30	261	42.3
CHEVRON CORP	1962-11-30	413	37.0
COCA-COLA CO	1962-11-30	868	29.3
COLGATE-PALMOLIVE CO	1962-11-30	814	34.8
COMERICA INC	1962-11-30	365	33.3
COOPER INDUSTRIES PLC	1962-11-30	537	28.7
CORESTATES FINANCIAL CORP	1962-11-30	209	34.5
CRANE CO	1962-11-30	1158	27.0
CUMMINS INC	1962-11-30	222	48.3
CVS HEALTH CORP	1962-11-30	2869	22.2
DISNEY (WALT) CO	1962-11-30	3276	23.7
DOW CHEMICAL	1962-11-30	208	37.0
DPL INC	1962-11-30	137	44.5
EATON CORP PLC	1962-11-30	573	34.7
ECOLAB INC	1962-11-30	2074	33.3
EDISON INTERNATIONAL	1962-11-30	183	43.3
EMERSON ELECTRIC CO	1962-11-30	458	34.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
ENTERGY CORP	1962-11-30	108	45.5
EXXON MOBIL CORP	1962-11-30	637	34.5
FIRST CHICAGO NBD CORP	1962-11-30	210	34.3
FIRSTAR CORP-OLD	1962-11-30	251	33.8
GENERAL ELECTRIC CO	1962-11-30	210	35.0
GILLETTE CO	1962-11-30	221	31.7
GRACE (WR) & CO	1962-11-30	209	49.0
GREAT PLAINS ENERGY INC	1962-11-30	105	52.5
HALLIBURTON CO	1962-11-30	290	35.0
HILLSHIRE BRANDS CO	1962-11-30	942	28.8
HILTON WORLDWIDE HOLDINGS	1962-11-30	763	21.2
IDACORP INC	1962-11-30	117	52.0
INGERSOLL-RAND PLC	1962-11-30	236	42.3
INTEGRYS ENERGY GROUP INC	1962-11-30	268	42.5
INTL FLAVORS & FRAGRANCES	1962-11-30	773	28.5
ITT CORP	1962-11-30	270	41.8
JPMORGAN CHASE & CO	1962-11-30	128	51.0
KELLOGG CO	1962-11-30	469	29.0
KROGER CO	1962-11-30	1222	28.5
MDU RESOURCES GROUP INC	1962-11-30	221	38.8
MERCK & CO	1962-11-30	826	28.8
MOBIL CORP	1962-11-30	222	33.5
NEWMARKET CORP	1962-11-30	5077	22.8
OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	1962-11-30	464	41.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
OGE ENERGY CORP	1962-11-30	216	47.8
PEPSICO INC	1962-11-30	1050	28.5
PERKINELMER INC	1962-11-30	233	37.8
PFIZER INC	1962-11-30	508	33.5
PHARMACIA CORP	1962-11-30	116	35.5
PNC FINANCIAL SVCS GROUP INC	1962-11-30	397	34.8
PROCTER & GAMBLE CO	1962-11-30	399	34.7
QUAKER OATS CO	1962-11-30	208	35.0
RAYTHEON CO	1962-11-30	616	29.2
ROHM AND HAAS CO	1962-11-30	126	44.8
ROYAL DUTCH PETROLEUM NV	1962-11-30	456	30.3
SCHERING-PLOUGH	1962-11-30	672	28.5
STANLEY BLACK & DECKER INC	1962-11-30	590	33.8
SUNDSTRAND CORP	1962-11-30	188	33.8
TEXAS INSTRUMENTS INC	1962-11-30	428	34.5
TIMES MIRROR CO-SER A	1962-11-30	206	34.3
UNITED TECHNOLOGIES CORP	1962-11-30	687	35.8
UST INC	1962-11-30	2293	26.0
VULCAN MATERIALS CO	1962-11-30	979	25.3
WARNER-LAMBERT CO	1962-11-30	370	34.5
WELLS FARGO & CO	1962-11-30	952	34.3
WHIRLPOOL CORP	1962-11-30	480	35.3
WISCONSIN ENERGY CORP	1962-11-30	357	43.0
WRIGLEY (WM) JR CO	1962-11-30	760	30.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
WYETH	1962–11–30	215	33.8
XCEL ENERGY INC	1962–11–30	123	51.8
KIMBERLY–CLARK CORP	1963–10–31	498	31.2
3M CO	1963–12–31	199	46.2
AIR PRODUCTS & CHEMICALS INC	1963–12–31	579	33.2
BECTON DICKINSON & CO	1963–12–31	501	34.0
JOHNSON & JOHNSON	1963–12–31	1459	28.8
PPG INDUSTRIES INC	1963–12–31	701	33.5
HEINZ（HJ）CO	1964–10–31	639	25.3
MEADWESTVACO CORP	1964–10–31	123	49.2
ASHLAND INC	1964–12–31	182	48.0
DUN & BRADSTREET CORP	1964–12–31	684	34.3
SUNOCO INC	1964–12–31	102	41.5
UNILEVER NV	1964–12–31	856	27.3
BERKSHIRE HATHAWAY	1965–9–30	18261	19.0
ONEOK INC	1965–11–30	473	39.1
ALLIANT ENERGY CORP	1965–12–31	169	45.3
EQT CORP	1965–12–31	713	34.0
KINDER MORGAN INC	1965–12–31	739	29.3
MCDONALD’S CORP	1965–12–31	3983	18.7
SEMPRA ENERGY	1965–12–31	138	47.0
WESTAR ENERGY INC	1965–12–31	106	48.3
BLOCK H & R INC	1966–10–31	2873	19.5
HOLLYFRONTIER CORP	1966–10–31	12279	21.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	1966-12-31	678	25.3
AUTOMATIC DATA PROCESSING	1966-12-31	2728	21.5
BARD(C. R.)INC	1966-12-31	445	37.2
DOVER CORP	1966-12-31	1148	26.3
FIRST HORIZON NATIONAL CORP	1966-12-31	125	30.5
GENUINE PARTS CO	1966-12-31	737	29.2
HELMERICH & PAYNE	1966-12-31	648	31.0
KENNAMETAL INC	1966-12-31	119	41.5
MARSH & MCLENNAN COS	1966-12-31	500	31.0
NORTHERN TRUST CORP	1966-12-31	418	31.3
VF CORP	1966-12-31	2298	26.0
HARCOURT GENERAL INC	1967-10-31	615	18.3
LOWE'S COMPANIES INC	1967-10-31	1958	26.5
AVERY DENNISON CORP	1967-11-30	191	31.3
SUNAMERICA INC	1967-11-30	2733	23.3
AMERICAN EXPRESS CO	1967-12-31	317	32.3
AMERICAN STORES CO	1967-12-31	332	26.1
AMETEK INC	1967-12-31	1476	31.2
BEMIS CO INC	1967-12-31	558	28.5
BRUNSWICK CORP	1967-12-31	171	37.2
GREAT LAKES CHEMICAL CORP	1967-12-31	276	21.0
HARSCO CORP	1967-12-31	122	37.0
HUBBELL INC-CL B	1967-12-31	235	40.7
MASCO CORP	1967-12-31	248	27.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
NUCOR CORP	1967-12-31	1813	24.5
PLDT-PHILIPPINE LNG DIST TEL	1967-12-31	2669	22.5
RUBBERMAID INC	1967-12-31	159	24.2
U S BANCORP	1967-12-31	986	29.0
WILLIAMS COS INC	1967-12-31	252	32.5
MEDTRONIC PLC	1968-10-31	969	24.7
PALL CORP	1968-10-31	2301	15.5
BESTFOODS	1968-12-31	146	27.8
BOEING CO	1968-12-31	987	19.8
BURLINGTON NORTHERN SANTA FE	1968-12-31	419	27.0
CARLISLE COS INC	1968-12-31	989	26.0
CSX CORP	1968-12-31	391	36.0
GRAINGER（WW）INC	1968-12-31	934	28.2
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	1968-12-31	177	41.8
ILLINOIS TOOL WORKS	1968-12-31	848	28.0
MURPHY OIL CORP	1968-12-31	281	33.0
NATIONAL FUEL GAS CO	1968-12-31	388	30.5
NORFOLK SOUTHERN CORP	1968-12-31	321	35.5
PPL CORP	1968-12-31	147	36.5
ROCKWELL AUTOMATION	1968-12-31	1004	26.5
SANTA FE PACIFIC CORP	1968-12-31	126	32.5
SONOCO PRODUCTS CO	1968-12-31	335	27.5
MCCORMICK & CO INC	1969-11-30	502	33.3
AMSOUTH BANCORPORATION	1969-12-31	150	31.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
LACLEDE GROUP INC	1969-12-31	228	39.2
WAL-MART STORES INC	1970-10-31	12382	12.5
QUESTAR CORP	1970-12-31	554	33.0
SYSCO CORP	1970-12-31	1249	21.5
TYCO INTERNATIONAL PLC	1971-11-30	1126	22.3
BCE INC	1971-12-31	353	28.5
GENERAL DYNAMICS CORP	1971-12-31	1188	23.3
GRAHAM HOLDINGS CO	1971-12-31	370	21.7
LOCKHEED MARTIN CORP	1971-12-31	1323	21.2
MEREDITH CORP	1971-12-31	439	21.7
PITNEY BOWES INC	1971-12-31	251	22.0
SOUTHWEST AIRLINES	1971-12-31	5478	9.5
BROWN-FORMAN-CL B	1972-10-31	1235	22.3
DONALDSON CO INC	1972-10-31	643	26.3
LITTON INDUSTRIES INC	1972-10-31	152	22.7
NORDSTROM INC	1972-10-31	1117	16.7
PVH CORP	1972-10-31	460	19.3
SMUCKER（JM）CO	1972-10-31	505	27.0
TARGET CORP	1972-10-31	1047	22.3
VALSPAR CORP	1972-10-31	2805	16.7
VORNADO REALTY TRUST	1972-10-31	1686	18.9
FAMILY DOLLAR STORES	1972-11-31	3987	10.2
HILL-ROM HOLDINGS INC	1972-11-31	243	23.5
HONDA MOTOR CO LTD	1972-11-31	108	33.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
LENNAR CORP	1972-11-31	965	22.8
AETNA INC	1972-12-31	222	31.0
AGL RESOURCES INC	1972-12-31	316	29.3
ALBERTO-CULVER CO	1972-12-31	730	21.5
ALLTEL CORP	1972-12-31	200	24.3
AMERICAN GENERAL CORP	1972-12-31	186	23.5
BALL CORP	1972-12-31	843	28.2
BANK OF HAWAII CORP	1972-12-31	300	28.3
BANK OF NEW YORK MELLON CORP	1972-12-31	205	23.3
BANK ONE CORP	1972-12-31	119	23.2
BP PLC	1972-12-31	214	22.5
CABOT CORP	1972-12-31	334	23.5
CIGNA CORP	1972-12-31	185	38.5
CLOROX CO-DE	1972-12-31	536	23.0
COMMERCE BANCSHARES INC	1972-12-31	266	27.2
CONAGRA FOODS INC	1972-12-31	990	15.2
CONSOLIDATED EDISON INC	1972-12-31	670	18.8
CURTISS-WRIGHT CORP	1972-12-31	445	27.5
DOMINION RESOURCES INC	1972-12-31	296	31.0
DTE ENERGY CO	1972-12-31	223	36.2
DUKE ENERGY CORP	1972-12-31	216	32.3
ELECTRONIC DATA SYSTEMS CORP	1972-12-31	127	17.0
EVERSOURCE ENERGY	1972-12-31	131	38.5
EXELON CORP	1972-12-31	140	30.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
FLEETBOSTON FINANCIAL CORP	1972-12-31	153	23.0
FLOWERS FOODS INC	1972-12-31	1706	22.2
FMC CORP	1972-12-31	402	31.2
FOREST LABORATORIES-CL A	1972-12-31	7874	11.5
HARRIS CORP	1972-12-31	274	31.0
HASBRO INC	1972-12-31	3725	9.5
HERSHEY CO	1972-12-31	973	21.0
INTEL CORP	1972-12-31	2969	20.0
JOHNSON CONTROLS INC	1972-12-31	991	22.3
KANSAS CITY SOUTHERN	1972-12-31	16931	18.2
LINCOLN NATIONAL CORP	1972-12-31	111	32.0
MCGRAW HILL FINANCIAL	1972-12-31	795	23.0
MCKESSON CORP	1972-12-31	1040	21.3
NEXTERA ENERGY INC	1972-12-31	268	32.0
NSTAR	1972-12-31	203	31.0
PARKER-HANNIFIN CORP	1972-12-31	321	30.0
PROGRESS ENERGY INC	1972-12-31	153	35.7
PUBLIC SERVICE ENTRP GRP INC	1972-12-31	189	31.0
SAFECO CORP	1972-12-31	134	30.7
SCANA CORP	1972-12-31	199	33.3
SOUTHERN CO	1972-12-31	329	27.5
STATE STREET CORP	1972-12-31	1490	17.3
UGI CORP	1972-12-31	395	30.3
VARIAN MEDICAL SYSTEMS INC	1972-12-31	727	26.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC	1972-12-31	2161	16.9
WASTE MANAGEMENT INC-OLD	1972-12-31	189	12.5
WGL HOLDINGS INC	1972-12-31	234	32.0
ANALOG DEVICES	1973-10-31	1220	19.7
WILEY (JOHN) & SONS-CL A	1973-10-31	929	22.0
BARNETT BANKS INC	1973-12-31	122	22.0
EL PASO CGP CO	1973-12-31	222	24.7
EQUIFAX INC	1973-12-31	1029	20.7
LANCASTER COLONY CORP	1973-12-31	1084	18.2
PACCAR INC	1973-12-31	1104	23.2
ALLEGHANY CORP	1974-12-31	711	18.7
CANADIAN PACIFIC RAILWAY LTD	1974-12-31	446	38.0
CHUBB CORP	1974-12-31	265	31.3
LEGGETT & PLATT INC	1974-12-31	924	18.2
M & T BANK CORP	1974-12-31	827	19.8
PEPSIAMERICAS INC	1974-12-31	126	30.5
EDWARDS (AG) INC	1975-11-30	2417	8.7
AMERICAN WATER WORKS INC	1975-12-31	156	23.8
CBS CORP	1975-12-31	630	14.7
DANAHER CORP	1975-12-31	3054	17.5
GOLDEN WEST FINANCIAL CORP	1975-12-31	471	22.5
MCI COMMUNICATIONS	1975-12-31	316	13.3
NOBLE ENERGY INC	1975-12-31	185	32.0
UNION PACIFIC CORP	1975-12-31	338	38.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
BRITISH AMER TOBACCO PLC	1976-12-31	981	25.2
CHURCH & DWIGHT INC	1976-12-31	447	28.3
SOUTHWESTERN ENERGY CO	1977-12-31	160	28.5
GAP INC	1978-10-31	1666	11.0
L BRANDS INC	1978-10-31	2105	7.3
FEDEX CORP	1978-11-30	154	35.5
AQUA AMERICA INC	1979-12-31	137	31.5
CHRYSLER CORP	1979-12-31	113	16.5
CONSTELLATION BRANDS	1980-11-30	788	20.5
APPLE INC	1980-12-31	560	25.3
APPLIED MATERIALS INC	1981-10-31	231	16.5
HOME DEPOT INC	1981-10-31	3172	9.7
RPM INTERNATIONAL INC	1981-11-30	105	32.8
CA INC	1981-12-31	160	13.8
COMCAST CORP	1981-12-31	218	17.5
DOLLAR GENERAL CORP	1981-12-31	196	15.8
ENBRIDGE INC	1981-12-31	223	28.5
FRANKLIN ELECTRIC CO INC	1981-12-31	147	30.3
FRANKLIN RESOURCES INC	1981-12-31	11363	4.2
GRACO INC	1981-12-31	462	22.5
INTL GAME TECHNOLOGY	1981-12-31	185	18.3
KLA-TENCOR CORP	1981-12-31	141	18.0
MYLAN NV	1981-12-31	803	11.5
PENTAIR PLC	1981-12-31	125	31.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
PRECISION CASTPARTS CORP	1981–12–31	653	22.8
ROBERT HALF INTL INC	1981–12–31	528	15.7
SEI INVESTMENTS CO	1981–12–31	256	19.8
SIGMA–ALDRICH CORP	1981–12–31	171	31.5
STRYKER CORP	1981–12–31	634	18.3
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	1981–12–31	116	31.5
TYSON FOODS INC–CL A	1981–12–31	176	31.2
EATON VANCE CORP	1982–10–31	955	15.7
NORDSON CORP	1982–10–31	140	28.7
NIKE INC	1982–11–30	628	19.8
ROGERS COMMUNICATIONS–CL B	1982–11–30	127	22.6
AFLAC INC	1982–12–31	562	16.0
BBVA COMPASS BANCSHARES INC	1982–12–31	209	21.8
BROOKFIELD ASSET MANAGEMENT	1982–12–31	151	31.5
ENBRIDGE INC	1982–12–31	254	28.5
SOUTHTRUST CORP	1982–12–31	155	21.3
ST JUDE MEDICAL INC	1982–12–31	399	17.0
TORCHMARK CORP	1982–12–31	149	30.8
BIOMET INC	1983–11–30	227	17.5
PAYCHEX INC	1983–11–30	573	14.0
AMGEN INC	1983–12–31	1632	10.7
CARDINAL HEALTH INC	1983–12–31	119	29.2
IMMUNEX CORP	1983–12–31	128	15.3
RAYMOND JAMES FINANCIAL CORP	1983–12–31	297	21.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
TOTAL SYSTEM SERVICES INC	1983-12-31	175	17.7
WILLIAMS-SONOMA INC	1983-12-31	229	18.8
EXPEDITORS INTL WASH INC	1984-12-31	337	16.5
RPC INC	1984-12-31	152	24.3
AUTODESK INC	1985-10-31	103	28.7
BEST BUY CO INC	1985-12-31	271	13.7
JEFFERIES GROUP LLC	1985-12-31	137	17.0
NOVO NORDISK A-S	1985-12-31	289	22.5
PROGRESSIVE CORP-OHIO	1985-12-31	118	28.0
UNITEDHEALTH GROUP INC	1985-12-31	970	12.8
UNIVERSAL HEALTH SVCS INC	1985-12-31	222	23.5
ADOBE SYSTEMS INC	1986-11-30	391	13.5
ORACLE CORP	1986-11-30	880	10.3
AIRGAS INC	1986-12-31	128	26.2
FISERV INC	1986-12-31	128	27.3
HARLEY-DAVIDSON INC	1986-12-31	351	12.3
HEARTLAND EXPRESS INC	1986-12-31	126	26.2
LINEAR TECHNOLOGY CORP	1986-12-31	139	13.5
MICROSOFT CORP	1986-12-31	680	10.8
PRICE (T. ROWE) GROUP	1986-12-31	225	18.7
TEVA PHARMACEUTICALS	1986-12-31	325	17.0
EMC CORP-MA	1987-12-31	468	7.7
FASTENAL CO	1987-12-31	382	17.0
HENRY (JACK) & ASSOCIATES	1987-12-31	1099	8.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
SCHWAB (CHARLES) CORP	1987-12-31	299	11.0
DELL INC	1988-10-31	270	7.2
ROSS STORES INC	1988-10-31	395	19.5
ALTERA CORP	1988-12-31	129	11.5
CERNER CORP	1988-12-31	649	15.0
MAXIM INTEGRATED PRODUCTS	1988-12-31	120	11.8
POLARIS INDUSTRIES INC	1988-12-31	540	22.5
MAGNA INTERNATIONAL INC	1989-10-31	181	22.4
ELECTRONIC ARTS INC	1989-12-31	104	14.0
CISCO SYSTEMS INC	1990-10-31	353	7.3
AMPHENOL CORP	1991-12-31	130	21.3
CANADIAN NATURAL RESOURCES	1991-12-31	187	14.5
QUALCOMM INC	1991-12-31	160	7.3
TOROMONT INDUSTRIES LTD	1991-12-31	105	23.8
VECTOR GROUP LTD	1991-12-31	370	8.5
ROPER INDUSTRIES INC-DE	1992-10-31	117	21.4
BIOGEN IDEC INC	1992-12-31	958	5.5
EXPRESS SCRIPTS HOLDING CO	1992-12-31	425	13.5
GILEAD SCIENCES INC	1992-12-31	355	18.3
NVR INC	1992-12-31	232	9.7
REGENERON PHARMACEUTICALS	1992-12-31	137	18.7
STARBUCKS CORP	1992-12-31	127	21.3
TIME WARNER INC	1992-12-31	488	6.0
CELGENE CORP	1993-12-31	477	11.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	数据日期	总收益倍数	实现百倍回报年数
MONSTER BEVERAGE CORP	1993–12–31	2523	9.5
SVB FINANCIAL GROUP	1993–12–31	174	25.2
VALEANT PHARMACEUTICALS INTL	1994–12–31	815	6.5
ALEXION PHARMACEUTICALS INC	1996–10–31	123	17.7
BP PRUDHOE BAY ROYALTY TRUST	1996–12–31	141	11.7
KEURIG GREEN MOUNTAIN INC	1996–12–31	722	10.7
AMAZON.COM INC	1997–12–31	201	13.3
BALLY TECHNOLOGIES INC	1998–12–31	132	13.3
TRACTOR SUPPLY CO	1998–12–31	154	12.2
PRICELINE GROUP INC	1999–12–31	145	12.5
ILLUMINA INC	2001–12–31	163	11.0
QUESTCOR PHARMACEUTICALS INC	2005–12–31	215	5.0
NEXSTAR BROADCASTING GROUP	2006–12–31	105	5.0
PHARMACYCLICS INC	2006–12–31	168	5.0